

VALORACIÓN DE LA EMPRESA
ANDIRENT S.A.S

ELABORADO POR

AHILYN JUDITH CASTILLO GONZÁLEZ
FRANK CAMILO PEDRAZA TELLEZ

UNIVERSIDAD PILOTO DE COLOMBIA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS, ADMINISTRATIVAS Y CONTABLES
ESPECIALIZACIÓN EN GERENCIA Y ADMINISTRACIÓN FINANCIERA
BOGOTÁ, D.C.
2016

VALORACIÓN DE LA EMPRESA
ANDIRENT S.A.S

ELABORADO POR

AHILYN JUDITH CASTILLO GONZÁLEZ
FRANK CAMILO PEDRAZA TELLEZ

TRABAJO DE GRADO PARA OPTAR POR EL TÍTULO DE ESPECIALISTAS EN
GERENCIA Y ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

Director de Trabajo de Grado
WILLIAM DIAZ HENAO

UNIVERSIDAD PILOTO DE COLOMBIA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS, ADMINISTRATIVAS Y CONTABLES
ESPECIALIZACIÓN EN GERENCIA Y ADMINISTRACIÓN FINANCIERA
BOGOTÁ, D.C.
2016

AGRADECIMIENTOS

A Dios por la vida, salud, fuerzas, energía y mentalidad positiva para enfrentar este reto y hoy ser una meta cumplida.

A las familias de cada uno de los miembros de este equipo de trabajo quienes con su apoyo incondicional hicieron posible el logro de esta meta.

A la Universidad Piloto de Colombia, por la formación como especialistas financieros emprendedores e independientes.

A los docentes quienes a través de la transmisión de sus conocimientos y experiencia fueron guías fundamentales para el desarrollo de este proyecto.

A la administración de la empresa Andirent SAS quienes amablemente suministraron la información financiera y otros datos relevantes para su valoración.

Y por último, a todas aquellas personas, amigos y compañeros con quienes se trabajó conjuntamente en las diferentes etapas de este reto, pues fueron parte importante del crecimiento personal y profesional.

TABLA DE CONTENIDO

	Pág.
INTRODUCCIÓN	11
1 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA.....	12
1.1 DESCRIPCIÓN GENERAL	12
1.1.1 Nombre de la empresa.....	12
1.1.2 Tipo de empresa.....	12
1.1.3 Ubicación	12
1.1.4 Tamaño	12
1.1.5 Visión.....	12
1.1.6 Misión.....	12
1.1.7 Ventajas competitivas.....	13
1.1.8 Descripción de la industria.....	13
1.1.9 Servicios y productos.....	13
1.2 EL MERCADO.....	14
1.2.1 Clientes actuales.....	14
1.2.2 Clientes potenciales.....	14
1.2.3 Descripción de la competencia	14
1.3 PROCESO DE PRESTACIÓN DE SERVICIOS	14
1.4 ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL	15
1.4.1 Organigrama de la empresa	15
1.4.2 Nómina.....	15
2 IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA	16
2.1 JUSTIFICACIÓN	16
2.2 OBJETIVOS.....	16
2.3 MARCO REFERENCIAL.....	16
2.3.1 Valoración de empresas.....	16
2.3.2 Métodos de valoración	18

2.3.2.1	Eva.....	18
2.3.2.2	Dividendos descontados	18
2.3.2.3	Flujo de caja descontado	19
2.3.3	Los inductores de valor y sus variables	22
2.4	DIAGNÓSTICO	23
2.4.1	Análisis cualitativo	23
2.4.1.1	Entorno económico	23
2.4.1.2	Empresa.....	24
2.4.1.3	Industria	25
2.4.2	Análisis cuantitativo.....	26
2.4.2.1	Balance general.....	26
2.4.2.2	Estado de resultados	27
2.4.2.3	Flujo de caja	28
2.4.2.4	Indicadores Financieros	28
2.4.2.5	Inductores de valor.....	29
2.4.3	Formulación.....	32
3	METODOLOGÍA	34
3.1	ESTRUCTURA	34
3.2	MODELO FINANCIERO	34
4	RESULTADOS	37
4.1	RECOMENDACIONES	37
4.2	SUPUESTOS MACROECONÓMICOS Y DE LA EMPRESA	37
4.3	PROYECCIÓN DE INGRESOS, COSTOS Y GASTOS	40
4.4	FLUJO DE CAJA.....	40
4.5	ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO	42
4.6	BALANCE GENERAL PROYECTADO	43
4.7	INDICADORES FINANCIEROS E INDUCTORES DE VALOR PROYECTADOS	44
4.7.1	INDICADORES FINANCIEROS	44
4.7.2	INDUCTORES DE VALOR	45
5	CONCLUSIONES	47

6 RECOMENDACIONES	48
BIBLIOGRAFÍA.....	49

LISTA DE GRÁFICOS

	Pág.
Gráfico N° 1 Organigrama	15
Gráfico N° 2 Balance General.....	27
Gráfico N° 3 Estado de Resultados	27
Gráfico N° 4 Flujo de caja	28
Gráfico N° 5 Deuda Financiera Total e indicadores de Riesgo Financiero	29
Gráfico N° 6 Desempeño Ventas y EBITDA	30
Gráfico N° 7 Evolución rotación del Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO) ...	31
Gráfico N° 8 Flujo de Caja Operacional	32
Gráfico N° 9 Flujo de caja proyectado	41
Gráfico N° 10 Flujo de caja proyectado con estrategia	41
Gráfico N° 11 Estado de Resultados Proyectado	42
Gráfico N° 12 Balance General Proyectado.....	43
Gráfico N° 13 Deuda financiera total e indicadores riesgo financiero	44
Gráfico N° 14 Desempeño Ventas/EBITDA	45
Gráfico N° 15 Flujo de caja libre operacional proyectado	46
Gráfico N° 16 Evolución rotación del Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO) ..	46

LISTA DE TABLAS

Tabla No. 1 Estrategias	37
Tabla No. 2 Supuestos Macroeconómicos	39
Tabla No. 3 Supuestos de la empresa	39
Tabla No. 4 Proyección Ingresos Costos y Gastos 2016-2018.....	40

LISTA DE ANEXOS

	Pág.
Anexo A Proceso de prestación de servicios	52
Anexo B Nómina	55
Anexo C Estados Financieros históricos.....	56
Anexo D Indicadores Financieros históricos	59
Anexo E Inductores de valor históricos	60
Anexo F Estados financieros proyectados	62
Anexo G Indicadores Financieros Proyectados	64
Anexo H Inductores de Valor proyectados.....	66

RESUMEN

Este trabajo busca analizar el enfoque financiero de la empresa Andirent SAS y determinar si la empresa está generando valor para sus accionistas y su continuidad en el mercado. Para ello, se realizó una investigación cualitativa y cuantitativa: cualitativa, con el reconocimiento del entorno económico en el que se desenvuelve y las expectativas de la administración; cuantitativa a partir de la información financiera suministrada por la compañía de los años 2011-2015 donde se calcularon los principales indicadores, costo de capital y flujo de caja libre.

Para la determinación de la generación de valor, se utilizó como metodología el flujo de caja libre descontado puesto que permite obtener resultados técnicamente adecuados. Mediante un modelo, se proyectaron los estados financieros a 3 años considerando que los contratos que maneja la compañía con sus clientes son a este término; en este modelo se establecieron unos parámetros, variables y supuestos como datos de acuerdo a las proyecciones de la administración y lo que se espera del comportamiento macroeconómico.

Luego de obtener los resultados al ejecutar el modelo, se generaron una serie de conclusiones y recomendaciones que mostrarán a la compañía si efectivamente está generando valor y se considera un negocio en marcha o si debe cambiar e implementar estrategias a la gestión que está realizando actualmente.

PALABRAS CLAVE Apalancamiento, Estados Financieros, Flujo de caja descontado, Flujo de caja operacional, Indicadores Financieros, Valoración, Valor de mercado, Valor presente, Valor terminal, WACC.

INTRODUCCIÓN

La valoración es en la actualidad una de las herramientas que permite a las compañías cuantificar los elementos que constituyen su actividad de manera objetiva y sofisticada de tal manera que el resultado obtenido arroje la mínima incertidumbre posible.

Para el desarrollo de este trabajo se tomó como base la compañía Andirent SAS, empresa dedicada al alquiler de equipos de cómputo, puestos de trabajo, servicios integrales de aseo y vigilancia, todo en un solo paquete para beneficio de sus clientes. Se ha recibido gran parte de información de parte de la Gerencia, sin embargo existen datos que no fueron suministrados por motivos de confidencialidad.

La metodología de valoración corresponde a la de flujo de caja libre descontado en donde se pretende determinar si a 3 años la compañía le va a generar a los socios la utilidad esperada además de evaluar la continuidad de la misma en el mercado dados los altos índices de endeudamiento que presenta a cierre de 2015.

Para los integrantes de este equipo de trabajo ha sido útil la elaboración del presente informe puesto que les ha permitido adquirir habilidades financieras que dan como resultado el planteamiento de diferentes estrategias que aporten a la generación de valor de la compañía y el mejoramiento de sus indicadores.

1 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

1.1 DESCRIPCIÓN GENERAL

1.1.1 Nombre de la empresa Andirent SAS

1.1.2 Tipo de empresa Sociedad Anónima Simplificada, dedicada al arrendamiento de equipos de cómputo nuevos y repotenciados, equipos de comunicaciones, puestos de trabajo además de otros servicios integrados para comodidad de sus clientes.

1.1.3 Ubicación Su sede principal se encuentra ubicada en la ciudad de Bogotá y tiene presencia en las ciudades de Medellín, Cali, Barranquilla y Cartagena.

1.1.4 Tamaño De acuerdo a la Ley 905 de 2004, la compañía se clasifica como Pequeña empresa. A 31 de Diciembre de 2015 registró ventas por \$20.952'568.996,91 y activos por \$22.899'694.623.

1.1.5 Visión En 2019 contaremos con más de veinte mil soluciones para usuarios, puestos de trabajos y equipos arrendados con una política constante de renovación tecnológica e innovación, contando con un excelente posicionamiento dentro del mercado corporativo y en cualquier lugar del territorio nacional y fuera de este, proyectando presencia en países como Costa Rica y Perú, Así mismo arrendaremos soluciones de oficinas funcionales por demanda, salas de capacitación totalmente dotadas y prestaremos soporte avanzado para servidores, servicios en la nube y otras aplicaciones. Nuestra solidez financiera, el acreditado Know- How del negocio y el posicionamiento en el mercado nos permitirán estar en el top 3 de Market-Share y rentabilidad de la industria. Generaremos valor económico personal y social para nuestros socios, clientes, equipo y demás grupos de interés.

1.1.6 Misión Ofrecemos en arrendamiento soluciones integrales de oficina, más que un entorno físico brindamos el servicio ideal a las necesidades individuales en tiempo de entrega, configuraciones, diseño y cantidades que nuestros clientes necesitan, agregando servicios administrativos que hacen más fácil la operatividad y desarrollo de negocio de nuestros clientes. Construimos relaciones comerciales, eficientes gana- gana que nos permita contribuir siempre a mejorar la eficiencia operativa y la rentabilidad de nuestros clientes, permitiéndonos igualmente generar valor económico, personal y social para nuestros socios, equipo humano y demás grupos de interés.

1.1.7 Ventajas competitivas Andirent S.A.S ofrece un servicio integrado en el que proveen a sus clientes el personal encargado del aseo y la vigilancia, realizan el pago de los parqueaderos y la administración de los lugares en los que las compañías a las que les tienen arrendado funcionan, realizando una sola forma legal o factura y realizando un solo cobro por todos los servicios prestados. Además prestan el servicio técnico las 24 horas al día los 7 días a la semana ya sea de manera presencial o de manera virtual.

1.1.8 Descripción de la industria No es posible clasificar a Andirent dentro de una industria y medir su crecimiento o decrecimiento, dado que el servicio integral que ésta ofrece es único en el país. Sin embargo, este tipo de negocio se encuentra en auge puesto que ha logrado importantes negocios que han sido motivo de incremento en los ingresos por más del 200% entre 2013 y 2014 y más del 53% de 2014 a 2015. Es una compañía que se encuentra en constante actualización tecnológica en razón a que el alquiler de equipos de cómputo y comunicaciones hace parte del servicio integral ofrecido por la misma.

Las principales amenazas que presenta son las siguientes:

- No se tiene un alto poder negociador con los proveedores, lo que da como consecuencia cortos plazos de pago y pocos descuentos.
- Actualmente se tiene un nivel de endeudamiento alto, lo que puede repercutir en la poca credibilidad de terceros.
- Incremento en el precio del dólar tiene un alto impacto en equipos de tecnología.
- Entrada de empresas del extranjero ofreciendo los mismos tipos de servicios.
- Dado el modelo de negocio de la compañía, se presenta una limitación de tipo fiscal en dos sentidos: por una parte el crecimiento de la compañía se ha dado a través del endeudamiento con entidades financieras, el cual ha sido alto y le ha generado a la misma una subcapitalización sobre la que la normatividad fiscal no permite la deducción total del gasto financiero; por otro lado, las vidas útiles de los activos fijos definidas por la compañía son menores a las establecidas fiscalmente.

Las principales oportunidades que presenta son las siguientes:

- Abrir nuevos mercados en diferentes sectores de la ciudad y del país
- Existen pocas empresas con identificación de marca
- Llegada de nuevos inversionistas por la innovación del servicio ofrecido.
- La competencia únicamente ofrece el servicio de alquiler de equipos de cómputo y comunicación.

1.1.9 Servicios y productos Los servicios y productos ofrecidos por la compañía son los siguientes:

- Arrendamiento de equipos de computación y comunicación: Corresponde a arriendo de computadores portátiles y de escritorio con todo el equipo de comunicación y de oficina que requiera el cliente.
- Arrendamiento de oficinas: Se ubica, arrienda y adecua las oficinas de acuerdo a los requerimientos de los clientes dotadas de los elementos necesarios.
- Servicios integrales de vigilancia y aseo: Andirent contrata estos servicios con terceros y supervisa la prestación
- Servicios técnicos y de mantenimiento: Andirent presta estos servicios 24/7 de manera presencial y virtual.
- Venta de equipos: Venta de todo tipo de equipos nuevos y repotenciados.

1.2 EL MERCADO

1.2.1 Clientes actuales La compañía cuenta con un total de 64 clientes que desarrollan diferentes actividades económicas, en su mayoría dedicados al call center. Sus principales clientes son Emtelco, Open English, Intercontact, Superintendencia de industria y comercio.

1.2.2 Clientes potenciales La Gerencia está enfocando su negocio a hacer contrataciones con entidades del Estado y grandes multinacionales que están ingresando al país. Sin embargo, no hacen mención específica de estos posibles clientes.

1.2.3 Descripción de la competencia No hay una forma de determinar una competencia directa dado que no hay otra empresa que ofrezca los servicios integrales que ofrece Andirent, en el país únicamente se encuentran empresas que ofrecen de manera separada el arrendamiento de equipos, de edificaciones, o de los servicios complementarios. Entre las empresas que más se destacan en este tipo de arriendo de manera individual son Compuredes, Makrocomputo, PC Rent y RentAdvisor.

1.3 PROCESO DE PRESTACIÓN DE SERVICIOS Ver Anexo A

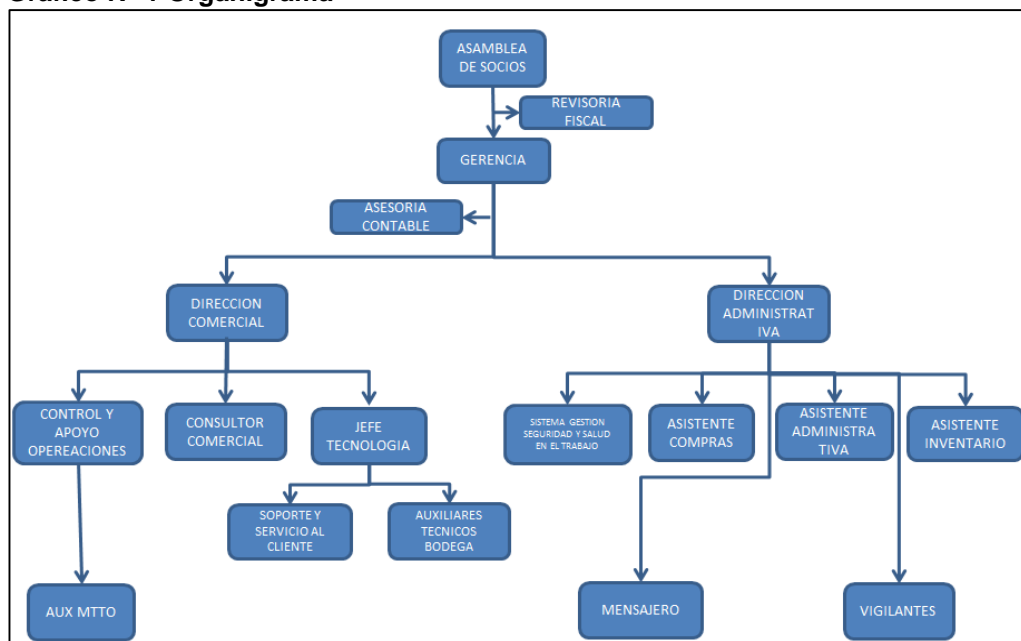
1.4 ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL

1.4.1 Organigrama de la empresa La estructura organizacional de Andirent SAS está representada en forma lineal, la relación entre superiores y subordinados es cercana y la toma de decisiones se hace ágil.

De esta forma es una autoridad basada en el nivel jerárquico y restringido a los subordinados, donde cada uno de ellos se reporta única y exclusivamente a su superior y tiene solo un jefe. Sin embargo el canal de comunicación se hace orientado hacia arriba por cada superior representando su responsabilidad y transmitiendo en orden ascendente la información necesaria.

Gracias a la centralización del control de las decisiones y la rígida disciplina garantizada por la unidad de mando permite el funcionamiento tranquilo de la organización.

Gráfico N° 1 Organigrama



Fuente: Andirent SAS.

1.4.2 Nómina Ver Anexo B

2 IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA

2.1 JUSTIFICACIÓN Para obtener el reconocimiento a nivel nacional y dado el plus del negocio en cuanto al servicio integral se refiere, la compañía ha tenido que endeudarse de tal manera que no presenta flujo de caja para cubrir sus obligaciones actuales, el costo financiero es excesivamente alto y no tiene un poder negociador con sus proveedores por lo que tiene que pactar pagos de contado a corto plazo.

2.2 OBJETIVOS

2.2.1 General Analizar la evolución de la compañía Andirent SAS en cuanto a generación de valor, tomando como apoyo las cifras contables y proyectándolas a 3 años para determinar su continuidad en el mercado y la posibilidad de incursión en nuevos proyectos.

2.2.2 Específicos

- Proyectar la optimización en los indicadores para que se genere flujo de caja que permita cubrir las obligaciones.
- Implementar un modelo financiero que permita evidenciar si la compañía está generando valor.
- Evaluar los costos financieros y de capital de la compañía, su principal fuente de apalancamiento y evidenciar si esta le empezará a generar utilidades distribuibles en efectivo a sus socios.

2.3 MARCO REFERENCIAL

2.3.1 Valoración de empresas En el mundo empresarial actual, la valoración de empresas se ha convertido en una herramienta gerencial fundamental, que proporciona información muy valiosa para una eficiente gestión de los negocios. Este enfoque cobra mayor importancia en ambientes de turbulencia económica, donde estén presentes factores económicos, políticos y sociales que conformen

un entorno complejo representando amenazas a la continuidad y rentabilidad de los negocios.¹

Existen dos principios sobre la valoración de una empresa, el primero se basa en que "una empresa vale por lo que es capaz de generar para sus accionistas", mientras el segundo dice "una empresa vale lo que alguien esté dispuesto a pagar por ella". Por lo tanto, como lo dijo Rappaport², "la creación de valor para el accionista se ha convertido en la norma global para la medición del desempeño de los negocios"

Quienes gerencian las empresas pueden estar interesados en medir el grado de eficiencia de su gestión, la cual puede consolidarse estableciendo un estándar de precios de los valores que representan el capital social de la empresa (en una compañía anónima serían las acciones ordinarias o comunes), y para ello, es necesario determinar el valor razonable de las acciones de la empresa bajo el nivel de eficacia mínimo deseado por la gerencia. También la gerencia requiere evaluar las decisiones sobre estructura y costo de capital de la empresa.

El costo de capital es el promedio de todos los fondos que la empresa obtiene para el desarrollo de su actividad económica, a través de los accionistas, proveedores, empleados y la misma empresa a través de reservas. Hay que retornar al concepto de Valor Presente Neto (VPN), el cual es una medida de creación de valor para una empresa, asociado a las diversas alternativas y en particular, a aquellas que se aceptan como buenas. Lo que mide el VPN es el valor adicional que aporta una alternativa al valor de la empresa y esto implica reconocer el valor del dinero en el tiempo³, el cual se ve afectado por una serie de equivalencias entre sumas de dinero en diferentes periodos que se establecen por la tasa equivalente, que es la tasa de descuento (discount rate o hurdle rate en inglés).⁴

En conclusión, se crea valor al obtener un rendimiento superior al costo de oportunidad del capital invertido y para valorar una empresa es necesario combinar los conocimientos de ingeniería financiera, contabilidad, administración de negocios, economía, derecho y otras profesiones, y la mejor forma de hacerlo es proyectar los flujos de caja futuros a fin de determinar la generación de efectivo y dar a conocer al inversionista la recuperación de su capital.⁵

¹ ESPÍÑEIRA, SHELDON Y ASOCIADOS. Boletín Digital de Asesoría Gerencial N°11-2010. Price Waterhouse Coopers. España.2010.

² RAPPAPORT, Alfred. "Selecting strategies that create shareholder value". En Harvard Business Review May - June (139 - 141). 1981

³ VÉLEZ, Ignacio. Decisiones de inversión, enfocado a la valoración de empresas. Ed.Universidad Javeriana. 5ª edición. Colombia. 2006

⁴ BOLTEN, Steven E. Administración Financiera. Universidad de Houston. Ed. Limusa. Mexico 1994

⁵ COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack Valuation, measuring and managing the value of companies. 3rd edition. New York: McKinsey & Company, John Wiley & Sons. (2000)

2.3.2 Métodos de valoración Por otra parte, existen diferentes métodos para determinar si una empresa se encuentra o no generando valor: Por EVA descontado o valor de mercado agregado (MVA en inglés), por Dividendos Descontados, o por Flujo de caja Descontado. A continuación se hace mención de los dos primeros, pero se va a profundizar en el Flujo de caja descontado dado que este es el método de valoración escogido para la empresa Andirent SAS.

2.3.2.1 Eva Es un concepto que se remonta al siglo XVIII, pues desde entonces los economistas han reconocido que para que una empresa pueda aumentar su valor debe producir más que el costo de su dinero. El EVA aumentará si pueden hacerse crecer los beneficios de explotación sin inmovilizar ningún capital más, si puede invertirse nuevo capital en proyectos que ganarán más que el coste del capital y si puede desviarse o liquidarse capital de actividades que no proporcionan unos rendimientos adecuados.⁶

$$EVA = BNEDIACF - (k * CAPITAL)$$

Donde:

BNEDIACF= Beneficios netos de explotación después de impuestos pero antes de costos financieros y partidas contables que no sean en efectivo, excepto depreciación⁷, amortizaciones y provisiones.

k= media ponderada del coste de capital

CAPITAL= efectivo total invertido en la empresa a lo largo de su vida, neto de depreciación.

Este modelo presenta ciertas dificultades al momento de su aplicación, dado que para el cálculo del costo de capital se debe considerar el riesgo operativo y financiero implícito en las actividades de la empresa y si una empresa posee unidades de negocio diferentes, deberá obtener el costo de capital por cada una de ellas. Adicional, para una empresa con un alto nivel de endeudamiento, donde se presenta una economía que está subiendo sus tasas de interés, tampoco es beneficioso puesto que esto implica que el costo de endeudamiento sea mayor a la rentabilidad operativa del negocio.

2.3.2.2 Dividendos descontados Este modelo fue uno de los primeros que se crearon para valorar acciones. Este observa las empresas desde el punto de vista de los propietarios o accionistas que solo van a recibir dividendos; se basa en traer a VP, con una tasa de descuento, los dividendos proyectados y un precio residual al final de la inversión. Sin embargo, este método no es tan útil para determinar el valor de la empresa dado que los dividendos no tienen en cuenta la estructura financiera de la misma.⁸

⁶ STEWART, Bennett III. En busca del valor. Ed. Gestión 2000. Barcelona. 2000

⁷ MARTIN, John; PETTY, J.William. La gestión basada en el valor. Ed.Gestión 2000. Barcelona .2001.

⁸<http://www.bursitia.com/index.php/educacion/analisis-fundamental/valoracion-por-flujos-descontados/65-modelo-de-valoracion-por-dividendos-descontados-ddm> Consulta realizada en página web el 28-05-2016.

2.3.2.3 Flujo de caja descontado Según Fernandez⁹, es el método más consistente, ya que toma el valor del dinero en el tiempo evaluando los resultados de las variables utilizadas como consecuencia de sus rendimientos y comportamientos futuros, debido a las proyecciones, hipótesis, expectativas de crecimiento de la empresa.

Para la aplicación del método, se tienen en cuenta cuatro variables: el Horizonte de planeación, el Flujo de Caja Libre Operacional (FCLO), la Tasa de Descuento (WACC) y el Valor Terminal (VT) o de continuidad.

El Horizonte de planeación es el número de períodos que se tiene para evaluar la empresa. Existen dos periodos de tiempo, el primero conocido como periodo proyectado explícito y el segundo como terminal o residual. Sobre el periodo proyectado Alfonso Rojo, catedrático de economía financiera y de contabilidad de la Universidad de Almería en España, dice que debería ser un periodo discreto (3-5 años) puesto que los datos pueden ser más manejables debido a una mayor fiabilidad de las estimaciones¹⁰; sin embargo otros catedráticos del tema dicen que debe ser lo bastante largo como para que al final de ese período, la empresa haya alcanzado una situación estable.

Para el caso de la empresa Andirent, se ha tomado como horizonte de planeación 3 años, dado que es un negocio que depende de los contratos que desarrolla con sus clientes los cuales generalmente son a ese periodo de tiempo y, aunque la Gerencia estima que dichos contratos serán prorrogados, no hay una probabilidad absoluta que así sea.

La segunda variable es el Flujo de caja libre operacional, el cual resulta de restar de la generación de fondos operacionales, la inversión en capital de trabajo y en activos fijos; este le muestra a la compañía si en su operación queda libre efectivo para pagar a quienes la financiaron.¹¹ Se puede calcular de dos maneras, una por el método directo donde se parte del flujo de tesorería, se identifican los flujos de caja de la deuda y del accionista y se calcula el ahorro en impuestos. El flujo de caja de la deuda es lo que recibe el tenedor de la deuda, se obtiene con el flujo de tesorería, incluye préstamos recibidos y pagos de capital e intereses; el flujo de caja del accionista es lo que se recibe o entrega del accionista, se obtiene del flujo de tesorería en lo relacionado al patrimonio, incluye aportes, dividendos o utilidades repartidas y recompra o capitalización. El ahorro en impuestos o escudo fiscal es el subsidio que se recibe de parte del gobierno por incurrir en un gasto (lo que se conoce en los impuestos como “deducibles”)¹². En el caso de Andirent, se debe tener especial cuidado al evaluar este aspecto dado que el

⁹ FERNÁNDEZ, Pablo. Valoración de empresas. 3ª edición. Ed. Gestión. Barcelona. 2000

¹⁰ ROJO, Alfonso. Valoración de empresas y gestión basada en valor. Ed. Paraninfo. España. 2007

¹¹ <http://www.unilibre.edu.co/CienciasEconomicas/Webcontaduria/estudie/Gerencia/cap612.htm> Consulta realizada el 28-05-2016

¹² VELEZ P, Ignacio. Flujos de caja. 2013-2014. Publicación http://cashflow88.com/decisiones/Flujos_de_caja_fin_corp.pdf. Consulta realizada el 28-05-2016

apalancamiento para cierre de 2015 supera su patrimonio líquido en los topes máximos permitidos por la ley y no puede tomar todo el gasto financiero como deducible.¹³

La otra forma de calcular el FCLO es por el método indirecto que parte del estado de resultados y balance general y se depuran las partidas que no implican movimiento de efectivo tales como depreciaciones, amortizaciones y provisiones.

La tercera variable es el WACC, que corresponde a la tasa a la que se debe descontar el Flujo de caja libre para obtener el mismo valor de las acciones que proporciona el descuento de los flujos para el accionista. Este es un promedio entre el costo de la deuda y la rentabilidad exigida (k_e).¹⁴ Para el cálculo de esta variable, se debe determinar el costo de la deuda después de impuestos, el costo de los recursos propios y la prima de riesgo de la compañía; para ello además se deben tener en cuenta otras variables como son: Tasa libre de riesgo, beta apalancado, prima de riesgo del mercado.

$$WACC = Id(1 + tx) \frac{D}{D + K} + Ik \frac{K}{D + K} + Rc$$

La tasa libre de riesgo es aquella que se obtiene al invertir en un activo financiero que no tiene riesgo de incumplir su pago¹⁵; normalmente se usa la tasa de los bonos que paga el Estado pues se considera que la probabilidad de no pago de un bono emitido por un país de economía sólida es muy cercana a cero. Para el caso del modelo, se usa la tasa de riesgo libre de los bonos de Estados Unidos deflactada más la tasa de riesgo país deflactada. La tasa de riesgo país es la calificación de una determinada nación comparada entre ella y sus pares en los sectores financieros, económicos y políticos. Es un indicador sobre las posibilidades de un país emergente de no cumplir en los términos acordados su deuda externa, ya sea el capital o sus intereses.¹⁶

El Beta indica cuanto varia el rendimiento de un activo financiero en función de las variaciones producidas en el rendimiento del mercado en el que aquél se negocia¹⁷, es decir, representa el riesgo sistemático de la empresa dependiendo de las condiciones generales asociadas a una economía en su conjunto, una industria o del sector en el que se desenvuelve. El Beta apalancado expresa el grado de endeudamiento de la empresa y el riesgo financiero tanto operativo como financiero que soportan las acciones.

¹³ Ley 1607 de 2012. Artículo 109.

¹⁴ http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=946090. Consulta realizada en página web el 28-05-2016.

¹⁵ <http://www.rankia.com/blog/pensamientosneoliberales/430242-tasa-libre-riesgo>. Consulta realizada en página web el 28-05-2016

¹⁶ http://www.bloomberg.com/latam/content/uploads/sites/10/2014/12/5_INVIRTIENDO_EM.pdf Consulta realizada en página web el 28-05-2016

¹⁷ SHARPE, William: "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk". Journal of Finance, Sept. 1964. Pp.: 425-442

El PER, es el ratio Precio-Beneficio que se calcula dividiendo el precio de mercado medio entre el beneficio por acción. Es uno de los indicadores más usados para conocer la valoración de una acción y conocer la situación financiera de la empresa en cuanto a cotización, acciones y evolución del mercado. Este nos indica el número de veces que el beneficio está comprendido en el precio de una acción o el número de años que necesita para recuperar la inversión teniendo en cuenta los beneficios de la empresa. Un PER más elevado indica que los inversores están pagando más por cada unidad de beneficio.

La prima de riesgo del mercado es el sobreprecio que exigen los inversores por comprar la deuda de un país frente otro, cuyo precio es el que se utiliza como base o referencia ya que está considerada como la más segura y es menos propensa a sufrir bandazos en función de factores coyunturales o puntuales - crecimiento, déficit. En términos generales se puede traducir por cuánto dinero es necesario para que los compradores dejen de lado sus temores y olviden el riesgo que conlleva entrar en la deuda de los países señalados por los problemas arriba mencionados de déficit o escaso crecimiento. Se toma como referencia la diferencia promedio entre la rentabilidad que generan las acciones con los bonos del Estado, más la prima de riesgo país deflactada.

La última variable para el método es el Valor terminal, que es el valor de los flujos de caja que se generan en la empresa más allá del último período proyectado, es decir, el valor presente de todos los flujos futuros hasta el infinito.

$$VT = \frac{Fn(1 + g)}{CPCn - g}$$

Una forma aproximada de calcular este valor presente es la de suponer que se seguirá recibiendo un ingreso neto hasta el infinito. Este valor se puede determinar de una de dos formas: la primera es suponiendo que la empresa crece y entonces su flujo de caja libre se aumenta por una cantidad constante (g), lo cual hace suponer que la empresa seguirá produciendo ese flujo de caja hacia el futuro por tiempo ilimitado y que seguirá creciendo en forma constante; la segunda forma es suponiendo que la empresa se ha estabilizado y su flujo de caja no crece (g=0)
 “Para determinar el crecimiento, podemos apoyarnos en una fórmula financiera que estima la tasa de crecimiento de las utilidades netas por acción, de la siguiente manera:

$$g = b((ROA + \left(\frac{D}{E}\right) * ROA - i(1 + t)))$$

Donde g = Tasa de crecimiento de utilidades por acción

b = Tasa de retención de utilidades (1-%distribución de utilidades)

$ROA = \text{Retorno sobre activos} = (\text{Utilidad neta} + \text{Gasto financiero} \cdot (1-t)) / (\text{deuda} + \text{patrimonio})$

$D/E = \text{Deuda sobre Patrimonio}$

$i = \text{Gasto financiero/deuda}$

$t = \text{Tarifa \% impuesto de renta}$

Conceptualmente se reconoce que la tasa de crecimiento constante a perpetuidad puede ser mayor que la tasa de flujo libre para empresas con estructura de capital con alta deuda. Esto sucede porque el beneficio tributario de la deducibilidad de los intereses sitúa la tasa de crecimiento de las utilidades netas por encima de la tasa de crecimiento de flujo libre¹⁸

2.3.3 Los inductores de valor y sus variables Cuando se está valorando una empresa, implícitamente se valora su estrategia y los resultados que se esperan de ella. Dichos resultados acaban afectando a una serie de factores clave a partir de los cuales puede establecerse la evolución prevista del negocio y su correspondiente valoración; esos factores clave son mejor conocidos como inductores de valor. Como lo define García¹⁹, inductor de valor es aquel aspecto asociado con la operación del negocio que por tener relación (causa-efecto) con su valor, permite explicar el porqué del aumento o disminución como consecuencia de las decisiones tomadas.

Dentro de los inductores de valor que dilucidan la generación de valor de una compañía, se destacan: EBITDA, productividad de capital de trabajo, palanca de crecimiento, productividad del activo fijo, rentabilidad del activo neto y flujo de caja libre.

El EBITDA corresponde a las utilidades que deja la empresa antes de impuestos, depreciaciones, amortizaciones y provisiones. Es un indicador operativo que relaciona las ventas con los costos y gastos, en la medida que el efectivo generado por los ingresos supere a lo que se requiere para cubrir los costos y gastos, la empresa estará generando valor. Por su parte, el margen EBITDA muestra la capacidad de la empresa de generar efectivo por cada peso de ventas. Estos dos indicadores son inductores de valor, pues en la medida en que la empresa libere más efectivo por cada peso de ventas, se tendrá mayor liquidez, lo que traduce en el cumplimiento de las obligaciones con efectivo y no con utilidades.

La productividad de capital de trabajo es el aprovechamiento de la inversión realizada en capital de trabajo neto operativo (activo corriente) respecto a las ventas alcanzadas. Corresponde en evaluar las diferentes políticas de la

¹⁸ RICO, Luis F. Cuánto vale mi empresa 1ª.edición. Ed.Alfaomega. Bogotá. 2003

¹⁹ GARCÍA SERNA, Oscar León. Valoración de empresas, Gerencia del Valor y EVA. Medellín: Prensa Moderna Impresores, 2003

organización respecto a su rotación de inventarios, cartera y cuentas por pagar y la eficiencia de los mismos frente a los ingresos que se generan, pues del manejo que se le dé a estas variables dependerá la generación de valor en la compañía.

La palanca de crecimiento es un análisis combinado del margen EBITDA y la productividad de capital de trabajo, lo que permite determinar qué tan atractivo es el negocio y su crecimiento desde el punto de vista de valor agregado.

La productividad del activo fijo se refiere a la adecuada utilización del capital invertido en la propiedad, planta y equipo y su aporte a la generación de la empresa se da en tanto la misma implemente estrategias de inversión en las que no se mantenga una capacidad ociosa que resulte en altos costos.

La rentabilidad del activo neto corresponde a la utilidad operativa después de impuestos; este indicador puede revelar que la rentabilidad en la organización puede mejorarse no solo por mayores aportes monetarios por cada peso en ventas, sino también por un mayor volumen de ventas con la menor cantidad de inversión en activos posible.

Por último, el flujo de caja libre confronta los ingresos y egresos en efectivo y la disponibilidad con que se cuenta para atender los diferentes compromisos financieros, por lo tanto revelará que tanto valor está generando la compañía y cuanto de su operación queda para pago a los accionistas y nuevas inversiones.²⁰

A partir de los inductores de valor, pueden derivarse los diferentes flujos que permitirán las correspondientes valoraciones usando en cada caso la tasa de descuento correspondiente.

2.4 DIAGNÓSTICO

2.4.1 Análisis cualitativo

2.4.1.1 Entorno económico Son diversos los factores externos que pueden llegar a afectar a una empresa. Entre ellos se encuentran: la constante variación en el precio del dólar, el cual para el año 2014 inicio en \$1,926.83 y fue descendiendo hasta junio con un mínimo histórico de \$1,848. Sin embargo, fue aumentando progresivamente hasta el tope máximo en los meses de noviembre-diciembre, cuando abrió a un precio promedio de \$2.397,40. A 31 de diciembre de 2015, cerró a \$3.149,47.²¹ Durante el 2016 ha tenido un comportamiento altibajista por la

²⁰ CARDONA GUTIERREZ, Jairo. (2007 Agosto 21)EBITDA y cálculo de los generadores de valor. Recuperado de <http://www.gestiopolis.com/ebitda-y-calculo-de-los-generadores-de-valor/>. Consulta realizada el 28-05-2016

²¹ <http://www.portafolio.co/opinion/analisis-comportamiento-dolar-enero-2015> Consulta realizada en página web Portafolio 28-02-2016

incertidumbre que ha generado la recuperación del sector petrolero y para el 30 de mayo de 2016 la trm cerró a \$ 3.096,17

La información del primer trimestre de 2016 indica que el consumo creció a un ritmo similar que el registrado un trimestre atrás y que la inversión se desaceleró. Por el lado de la oferta, los indicadores de la industria, el comercio y la producción de café sugieren un comportamiento favorable, mientras que los de la minería reportaron deterioro. Con ello, para el primer trimestre del presente año el equipo técnico proyecta un crecimiento más probable de 2,5%, contenido en un rango entre 1,8% y 3,2%. Para todo 2016 el crecimiento estaría entre 1,5% y 3,2%, con 2,5% como cifra más factible.

La nueva información de actividad económica mundial sugiere que en 2016 el crecimiento promedio de los socios comerciales del país será débil e inferior al registrado en 2015. La Reserva Federal de los Estados Unidos mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia y es probable que el endurecimiento de la política monetaria en ese país se dé de forma más lenta. El precio del petróleo subió y se situó por encima de lo proyectado para el presente año. En este entorno, las medidas de riesgo del país descendieron y el peso se apreció frente al dólar.

En marzo la inflación anual al consumidor y el promedio de las medidas de inflaciones básicas aumentaron y se situaron en 7,98% y 6,29%, respectivamente. Las medidas de expectativas de inflación de los analistas a uno y dos años se encuentran en 4,5% y 3,8%, y las que se derivan de los papeles de deuda pública a 2, 3 y 5 años entre 4,4% y 4,8%.

En síntesis, los fuertes incrementos en los precios de los alimentos y el traspaso parcial de la devaluación pasada a los precios internos siguen ejerciendo presiones sobre la inflación. Las expectativas de inflación se mantienen elevadas. Esto en un contexto donde existe exceso de gasto sobre el ingreso nacional y el riesgo de una desaceleración excesiva de la demanda interna continúa siendo moderado. Con el fin de asegurar de que la inflación converja a la meta en 2017 y contribuir a la reducción en el déficit de la cuenta corriente, la Junta Directiva decidió aumentar en 50 pb la tasa de interés de referencia²²

2.4.1.2 Empresa Andirent SAS, es una compañía constituida legalmente en el año 2007 bajo la razón social Tu Compu SA. En 2011 se transformó a Sociedad Anónima Simplificada y en 2012 cambió su razón social a la que tiene actualmente.

²² <http://www.banrep.gov.co/es/comunicado-29-04-2016> Consulta realizada en página web Banco de la República. 31-05-2016

El principal socio es una familia de amplio trayecto en el sector de la construcción, sin embargo, ésta únicamente tiene allí la inversión sin interferir en las decisiones gerenciales que se tomen puesto que se encuentra representada legalmente por una persona externa a la familia.

El objeto social de la compañía está enfocado al arrendamiento de equipos de cómputo nuevos y repotenciados, equipos de comunicaciones, puestos de trabajo, además de un servicio integrado en el que proveen a sus clientes el personal encargado del aseo y la vigilancia, realizan el pago de los parqueaderos y la administración de los lugares en los que las compañías a las que les tienen arrendado funcionan, realizando una sola forma legal o factura y realizando un solo cobro por todos los servicios prestados.

El nicho de mercado es el de Call Centers, dado su alta perspectiva de crecimiento en el país. La idea de negocio responde a las necesidades actuales de las empresas que buscan enfocar sus esfuerzos en el “core business” de sus negocios. Actualmente cuenta con clientes reconocidos en el sector tales como Emtelco, Indra, Cafam Floresta, entre otros. Tiene presencia en Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla y Cartagena.

Cuenta con un talento humano de 32 colaboradores, en total capacidad de atender y contribuir con el crecimiento de la compañía. Para ello se encuentra trabajando en el levantamiento de procesos y procedimientos administrativos y de operación.²³

2.4.1.3 Industria Hoy en día es muy común la práctica de arrendamiento en las corporaciones, puesto que esto les significa ventajas fiscales, financieras y operativas. Fiscalmente, porque esto corresponde a un gasto que es 100% deducible; financieramente permite conservar el flujo de caja intacto, respetar el capital de trabajo, tener mayor capacidad de endeudamiento y operativamente porque se puede tener equipos de alta tecnología cuyo mantenimiento y garantías corren a cargo del arrendador, se puede disponer del bien, le permite probar nuevas configuraciones de equipo y actualizar su sistema en forma regular para permanecer en la cima de la curva tecnológica.

La evolución de los negocios de arrendamiento y su nivel de aceptación por la comunidad han mostrado un crecimiento ascendente y auto sostenido y ello permite que este modelo hoy sea un servicio amable a los empresarios, abierto a la imaginación y que brinda soluciones a cualquier tipo de necesidad de los empresarios.²⁴

En los países desarrollados se tiene la cultura de comprar únicamente los bienes inmobiliarios, por lo que este modelo en el mundo es muy competitivo; sin

²³ Informe de Gestión para el cierre de año 2015.

²⁴ <http://www.semana.com/especiales/articulo/leasing/9343-3> Consulta realizada en página web Diario Semana. 28-02-2016

embargo, Colombia está abriéndose a estas nuevas oportunidades de negocio, a tal punto que hoy constituye uno de los servicios más oportunos y eficaces al alcance del hombre de negocios y de los profesionales y empresarios.

Como se mencionó anteriormente, el modelo de arrendamiento en la mayoría de los casos es menos costoso como alternativa de financiación, factores como la posibilidad de adquirir con facilidad y rapidez un equipo para su explotación inmediata garantizan minimizar el costo de oportunidad y libera recursos de capital de trabajo.

El mejoramiento de los indicadores financieros de las empresas es otra razón por la cual se toma esta opción; así como para la compañía prestadora del servicio el pago del canon es un ingreso gravado, para el usuario se constituye como un gasto y por lo tanto afecta al Estado de Resultados y no al balance, mejorando los índices financieros de liquidez y endeudamiento y otorgándole una mejor presentación al balance; también hay quienes toman esta opción por razones tributarias, al tener la posibilidad de deducir el canon de arrendamiento de su renta bruta, y al no afectar su base patrimonial, en el caso de personas naturales.

2.4.2 Análisis cuantitativo Ver anexo C

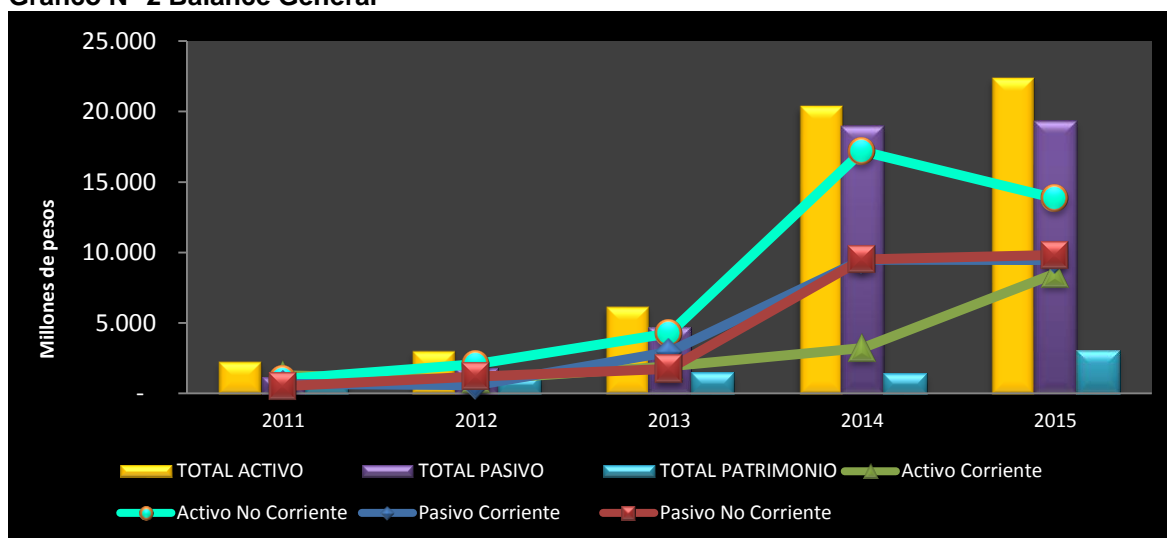
2.4.2.1 Balance general Para analizar la compañía se tomó como referencia los últimos cinco años (2011 - 2015) con las cuales reflejan que la compañía ha presentado un aumento considerable tanto en sus activos como pasivos y más en los últimos 3 años (2013 - 2015). Esto se debe a que la compañía para el año 2013 empezó a diversificar en su portafolio de servicios, pasando de solo ser un arrendador de equipos a ofrecer servicios integrales.

La compañía presentó un alto crecimiento en el total de los activos durante 2013 y 2014, especialmente representados en la inversión realizada en activos fijos y cargos diferidos, para el 2015 se nota una reducción en el rubro de propiedad planta y equipo en razón a la venta de los mismos para abonar a la deuda y obtener nueva financiación para el desarrollo de un nuevo proyecto. Sin embargo, en 2015 se evidencia un aumento significativo de la cartera a corto plazo, dado que en este último año empezó a facturar sobre los contratos obtenidos por vigencias a largo plazo.

Por otra parte, la inversión no se realizó con recursos propios sino mediante el endeudamiento con entidades financieras, razón por la que la compañía aumentó sus pasivos en un margen más elevado que el incremento en activos durante los años 2014 y 2015. Este margen disminuye para el cierre del año 2015 dado el abono a la deuda comentado anteriormente.

Respecto al patrimonio, en 2015 se presentó una capitalización de parte de los socios existentes y hubo un incremento en los resultados del ejercicio del 3.656%.

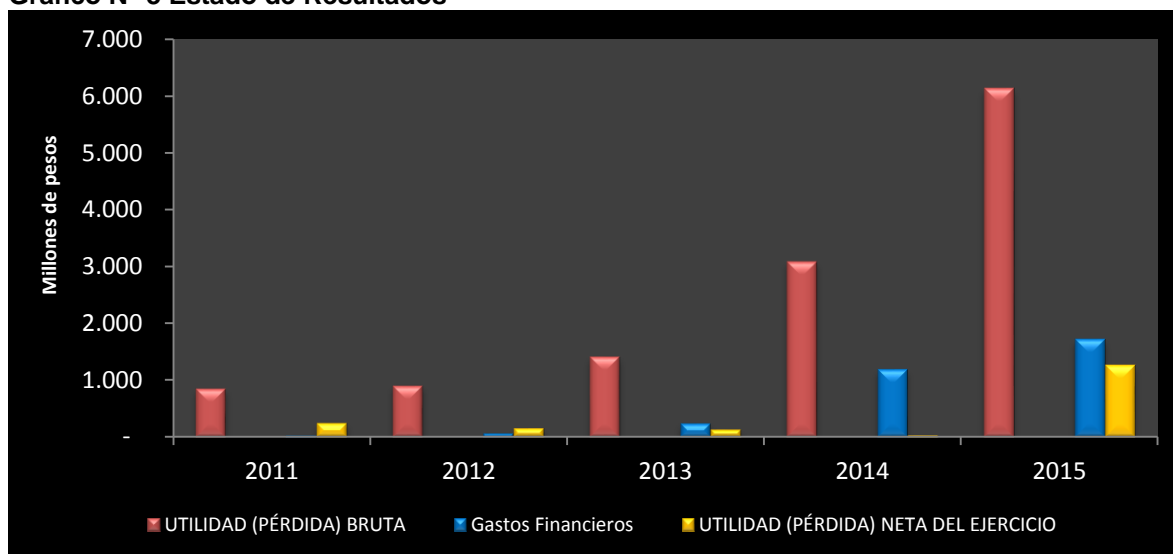
Gráfico N° 2 Balance General



Fuente: Elaboración propia con datos EEFF Andirent SAS

2.4.2.2 Estado de resultados Los ingresos presentaron un incremento significativo de 2014 a 2015 pasando de los \$13.441 millones a los \$20.628 millones, siendo estos el punto más alto en ventas desde la constitución de la compañía. Este incremento obedece, como se mencionó en el análisis al Balance, a que la compañía diversificó su portafolio y por lo tanto también se presentó un aumento en sus costos y gastos de operación. La utilidad bruta creció en un 98,5%, mientras que la utilidad neta en un 36,57%, esto debido a que si bien hubo incremento en los ingresos, los gastos no operacionales crecieron en un 51,54%, que está representado en un 44,87% al gasto financiero en el que se incurrió para la adquisición de activos.

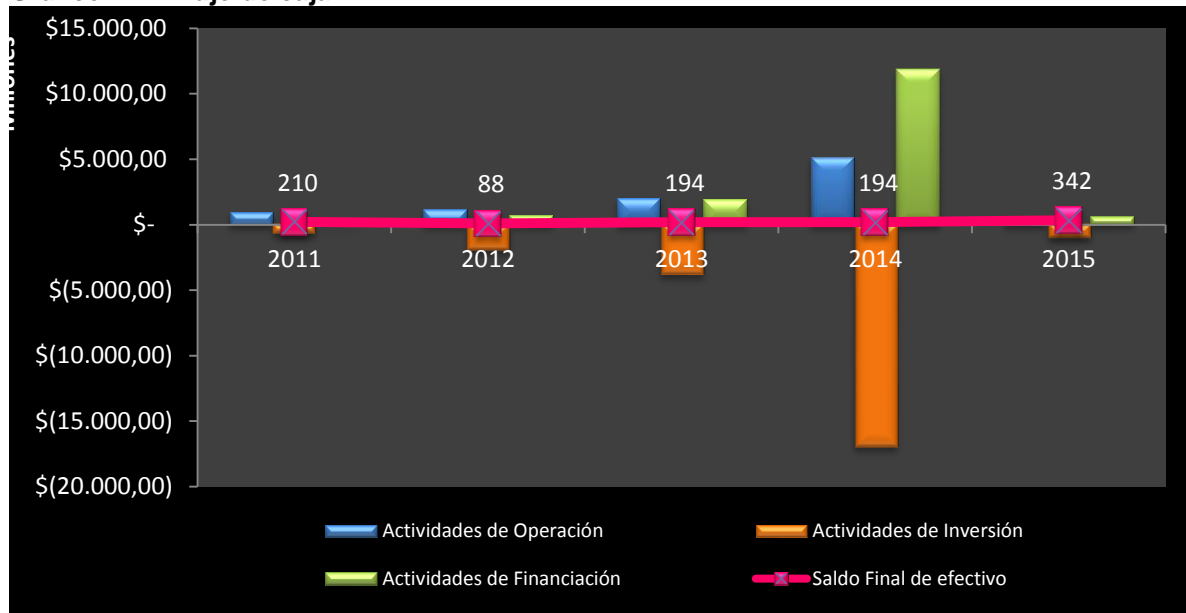
Gráfico N° 3 Estado de Resultados



Fuente: Elaboración propia con datos EEFF Andirent SAS

2.4.2.3 Flujo de caja La compañía por el periodo 2011-2012 muestra que generaba el efectivo suficiente para cubrir sus obligaciones y realizar inversiones, sin embargo este comportamiento cambia a partir del año 2013, dado por la diversificación de sus servicios mencionados anteriormente. Para el año 2014 se generó una importante inversión en activos fijos por lo que la compañía tuvo que endeudarse y eso refleja el aumento atípico en sus actividades de financiación las cuales fueron en un 99% con entidades financieras. Del año 2014 a 2015 la variación que se presenta en las actividades de operación están representadas por el incremento en la cuenta de Deudores, el cual pasó del \$ 1.988.851.043 en 2014 a \$ 6.567.174.772 en 2015 y por el decrecimiento en la cuenta de Proveedores que pasó de \$ 2.062.418.295 a \$785.380.129 en 2015

Gráfico N° 4 Flujo de caja



Fuente: Elaboración propia con datos EEFF Andirent SAS

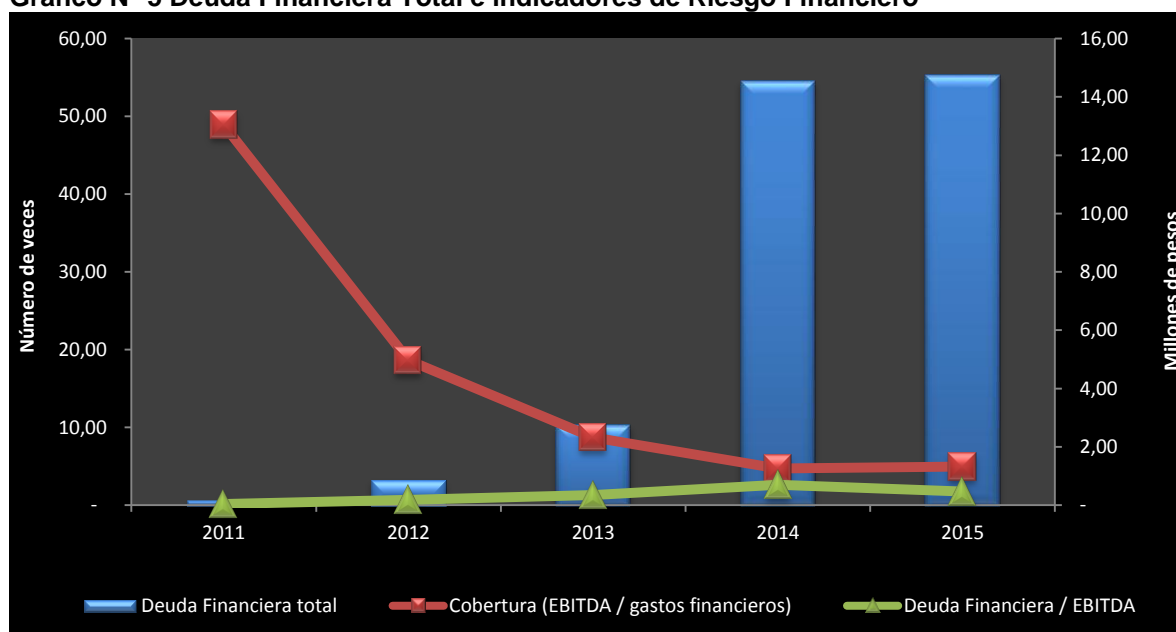
2.4.2.4 Indicadores Financieros Los indicadores de liquidez muestran para el año 2015 que la compañía no cuenta con los recursos suficientes para cubrir sus obligaciones a corto plazo, lo que revela que ésta ha tenido que desprenderse de activos para cancelar sus pasivos, además de capitalizar las utilidades de los socios.

Los indicadores de rentabilidad reflejaron crecimiento de 2014 a 2015, sin embargo al hacer el análisis mediante el índice Dupont el principal aporte a la rentabilidad de la empresa está representado por el apalancamiento financiero en un 731,58% mientras que el margen por ventas es tan sólo del 6,1%.

La deuda financiera muestra una tendencia ascendente entre los años 2013- 2015 elevándose en márgenes importantes, resultado del endeudamiento en el que incurrió la compañía con el fin de hacer frente a los requerimientos de inversiones estratégicas. El indicador de cobertura de interés (EBITDA/ Gasto financiero) se disminuyó del 48,49 en 2011 al 4,9 en 2015 como consecuencia del aumento de la deuda financiera y por otro lado al mejoramiento del EBITDA, sin embargo no es un indicador satisfactorio.

Los indicadores de endeudamiento muestran que Andirent SAS tiene un alto nivel de deuda financiera, lo que la limita a contratar nuevas obligaciones para desarrollar los proyectos futuros, generándole sobrecostos al buscar otro tipo de endeudamiento o en su defecto la pérdida de nuevos proyectos.

Gráfico N° 5 Deuda Financiera Total e indicadores de Riesgo Financiero



Fuente: Elaboración propia con datos EEFF Andirent SAS

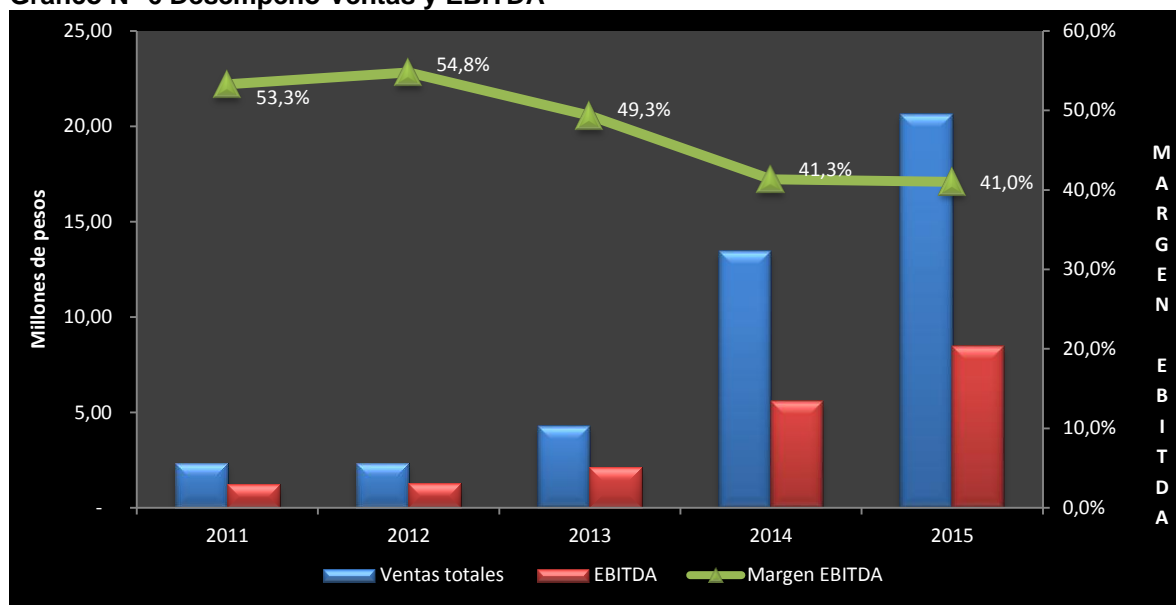
Los indicadores de actividad revelan que la compañía viene aumentando los días de rotación de su cartera y aun así los días de pago de proveedores han disminuido, lo que afecta en el ciclo de efectivo mostrando ineficiencia en el manejo de los recursos y la poca capacidad que tiene la compañía de apalancarse con los proveedores de equipos y servicios. (Ver Indicadores en Anexo D)

2.4.2.5 Inductores de valor Los resultados operacionales muestran una tendencia favorable durante el período 2011 - 2015. El EBITDA presentó un crecimiento promedio geométrico anual del 46,9% durante todo del período como resultado de un crecimiento de las ventas del 54,8% a pesar del incremento directo en los costos de ventas. (53% en 2011 vs 41% en 2015). El margen EBITDA fue muy estable durante los años 2011 y 2012 (54% en promedio), para

2013 - 2015 disminuyó en promedio de un 10,9%, dado la alta inversión que se realizó a largo plazo.

El buen comportamiento en las ventas ha sido el resultado de las estrategias de expansión regional, principalmente en las ciudades de Medellín y Barranquilla. La empresa ha adelantado un plan de optimización y racionalización de los costos de ventas lo cual ha sido explicado por la nueva estructura organizacional. La rentabilidad de los accionistas ha sido satisfactoria (ROE del 17,4% promedio durante 2011-2015)

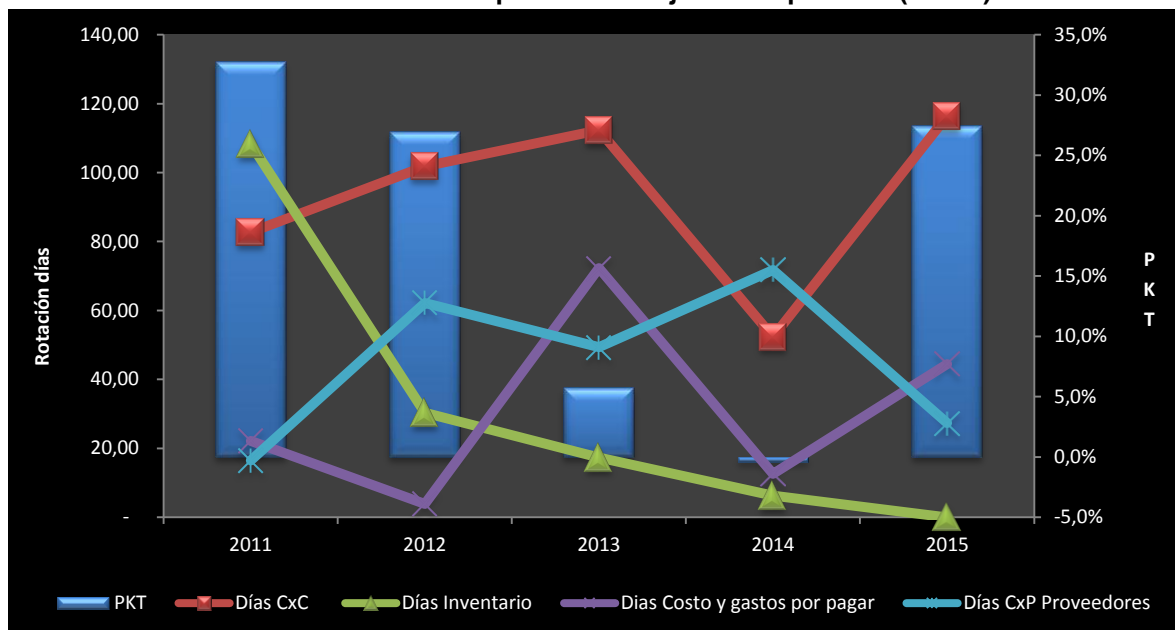
Gráfico N° 6 Desempeño Ventas y EBITDA



Fuente: Elaboración propia con datos EEFF Andirent SAS

La PKT durante los años 2011 - 2015 presentó una tendencia a la baja como resultado de la disminución de las rotaciones de proveedores y cuentas por pagar, los cuales son el resultado de las estrategias de la empresa para crear valor. La disminución importante de la PKT durante 2014 y 2015 fue resultado del crecimiento significativo de los anticipos de impuestos (Casi 7 veces más respecto al año anterior). Se necesitaron muchos recursos para la compra de inventarios y los clientes retuvieron rubros significativos en temas de anticipos de impuestos, esto obedeció a que la empresa estaba obteniendo mayores ingresos por la estrategia de conseguir y retener nuevos clientes.

Gráfico N° 7 Evolución rotación del Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO)

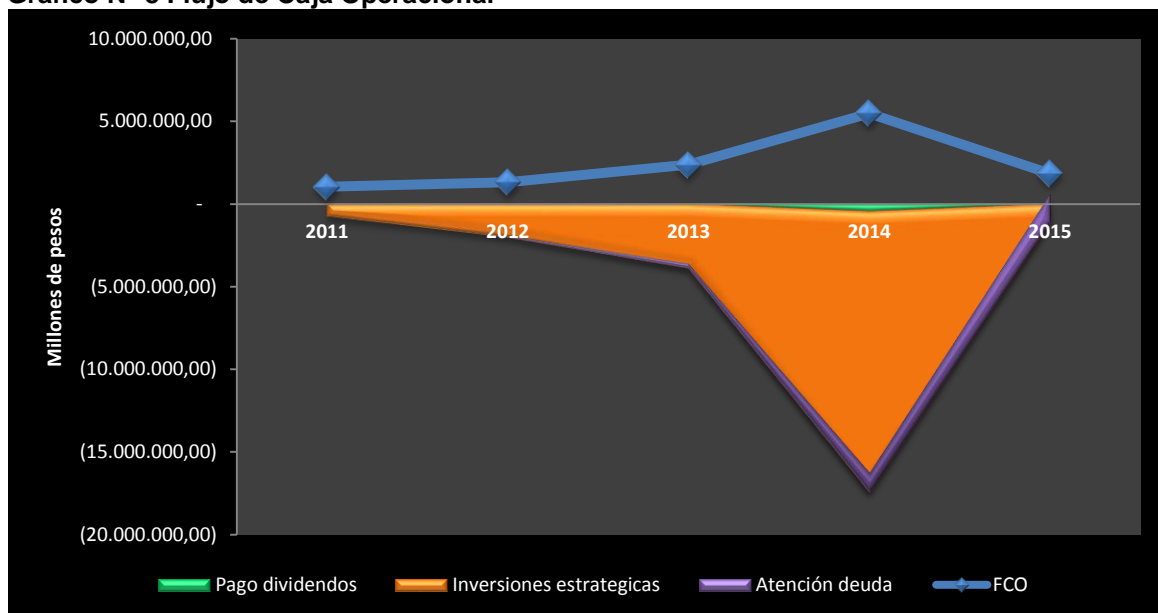


Fuente: Elaboración propia con datos EEFF Andirent SAS

El FCO presentó una tendencia ascendente durante el periodo 2011-2014, siendo este último el de mayor crecimiento. Esto se explica por el comportamiento volátil del capital de trabajo durante los años 2011 y 2015 (ver análisis del KTNO) puesto que el EBITDA ha registrado una tendencia favorable.

La cobertura de las necesidades por parte del FCO venia presentando una tendencia negativa producto de mayores requerimientos de capital de trabajo y un aumento importante de las inversiones estratégicas (remodelación de nuevos espacios en Medellín junto con maquinaria y equipo para un contrato de 8 años, que genera ingresos mensuales de 1,000,000,000). El déficit presentado en 2013 y 2014 fue financiado principalmente por nueva deuda financiera (como se mostró con los indicadores de riesgo financiero) y en menor proporción por recaudo de otros deudores e ingresos financieros. Sin embargo, para el año 2015 se nota una importante recuperación dado que se terminó el proyecto mencionado en Medellín.

Gráfico N° 8 Flujo de Caja Operacional



Fuente: Elaboración propia con datos EEFF Andirent SAS

2.4.3 Formulación El dinamismo en las empresas ha evolucionado, exigiendo que las organizaciones se dediquen a crear e implementar nuevas estrategias que les permita continuar en el mercado de una forma competitiva, incrementando su participación y optimizando sus resultados para afrontar los diferentes retos que trae la globalización económica.

Andirent fue constituida en el año 2007, y su objeto principal era el arrendamiento de equipos de cómputo, objeto que con el tiempo se fue complementando con la prestación de servicios integrales, que permitieran a sus clientes dedicarse exclusivamente a su objeto social sin tener que pensar en los costos de operar sus negocios.

Dado que la compañía ha presentado un aumento significativo en su operación durante los últimos tres años, se ha visto en la necesidad de generar una gran inversión en adquisición de activos para cumplir con el objeto social. Esto la ha llevado a obtener apalancamiento mediante recursos del sector financiero incrementando significativamente los costos por este concepto.

La aplicación de un método técnico de valoración de empresas a Andirent SAS, le permitirá proyectar su situación financiera, aplicable a la generación de valor, considerando otras perspectivas claves de la empresa, que acceda a una medición equilibrada para la gestión financiera, permitiendo solventar las limitaciones de los indicadores tradicionales suministrados por el área contable. Es importante para ello identificar la rentabilidad que genera cada uno de los negocios creados por Andirent, puesto que al no tenerse identificados los costos

por fuente generadora de ingreso, pueden estarse presentando expectativas erróneas en la generación de valor por unidad de negocio.

Se debe tener en cuenta que para el año 2015 el PIB en la economía colombiana tuvo un crecimiento del 3,1%. Por su parte, el sector servicios tuvo un incremento de un 4,3% generando un aporte dentro del PIB general de un 15,3% similar al año 2014.²⁵ Por su parte Andirent generó un incremento en sus utilidades netas de 2014 con 33 millones de pesos a 2015 con 1.289 millones de pesos lo que muestra claramente el aporte al crecimiento en el sector.

²⁵ <http://www.dinero.com/economia/articulo/crecimiento-del-producto-interno-bruto-colombia-primer-trimestre-2015/209538.->
Consulta realizada en página web Revista Dinero. 15-03-2016

3 METODOLOGÍA

3.1 ESTRUCTURA Se llevarán a cabo fases y actividades que se planean desarrollar o ejecutar para lograr los objetivos.

FASE 1 Recolección de información y entendimiento de la empresa

- Se solicitó la autorización de la Gerencia para la recolección de la información
- Se programó una reunión con las diferentes dependencias para el entendimiento de la empresa.
- Se realizó el análisis del entorno económico

FASE 2 Diagnóstico financiero

- Se solicitaron los Estados Financieros de la compañía por los últimos 5 años.
- Se hizo el cálculo de los indicadores financieros.
- Se analizó el comportamiento de los indicadores comparativos por los 5 años.

FASE 3 Definición de estrategias de generación de Valor

- Se sostuvo una reunión con el área comercial y de mercadeo de la compañía.
- Se realizó el modelaje financiero con el cual se evaluó la situación actual de la compañía y se hicieron simulaciones que permitieron el análisis de las variables que generan valor.

FASE 4 Diseño, Desarrollo y validación del modelo Financiero en Excel

- Se proyectaron los estados financieros a 3 años.
- Se elaboró el modelo financiero debidamente formulado, trabajando con tablas de amortización y depreciación, impactos tributarios, macros, tablas de datos y administrador de escenarios.

FASE 5 Sustentación del trabajo ante la empresa y ante el jurado de la Universidad.

- Se ensayó la presentación para cumplir con los 20 minutos establecidos, el tono de voz, manejo de público y escenario.
- Se elaboró la presentación.

3.2 MODELO FINANCIERO Para la elaboración de este modelo se tomó la información financiera de la compañía Andirent SAS. La primera hoja se denominó “menú”, la cual se hace funcional a partir de hipervínculos que permiten navegar entre las diferentes hojas de cálculo; por su parte, todas las hojas cuentan con un botón hipervinculado para regresar al menú principal. Las hojas con las que cuenta el modelo son las siguientes:

1. Cálculos intermedios: En esta hoja se encuentra la información correspondiente a la rotación de cuentas por cobrar y por pagar, la proyección de la tasa representativa del mercado, el cálculo de la tasa de crecimiento de la compañía, del PER y del Beta desapalancado.
2. Proyección de ingresos: Cuenta con información proyectada por cliente a 3 años.
3. Detalle de nómina: Como su nombre lo indica, contiene el detalle de la nómina a inicios de 2016 por cargo, donde se proyectó lo devengado y deducido al trabajador, mas toda la carga prestacional y de seguridad social.
4. Resumen de nómina: Contiene el detalle de la nómina lo que corresponde al gasto administrativo y de ventas para cargarlo al detalle de los costos y gastos.
5. Detalle de Costos y Gastos: Esta hoja tiene el detalle por tercero de los costos y gastos tanto fijos como variables a cierre de 2015 y se encuentra la proyección de los mismos por los 3 años.
6. Resumen Costos y Gastos: Contiene el detalle de los costos y gastos por concepto, proyectados, y son los que se amarran a la hoja de los Estados Financieros Proyectados.
7. Obligaciones Financieras Nacionales: En esta hoja se detallan las obligaciones actuales de la compañía, las cuales se encuentran proyectadas a 3 años. Además tiene celdas formuladas que permiten simular si se recurre a un nuevo préstamo para que afecte los estados financieros proyectados.
8. Obligaciones Financieras del exterior: Se encuentra una única obligación con la que cuenta la compañía con un proveedor del exterior, proyectada a 3 años.
9. Leasing: En esta hoja se encuentra el detalle de las obligaciones que la compañía tenía por leasing a cierre de 2015. Sin embargo, estas fueron canceladas en enero de 2016. Se deja incluido en el modelo dado que los estados financieros se encuentran formulados por la información a cierre de 2015.
10. Amortización: Contiene todos los activos intangibles y diferidos con los que cuenta la compañía, a cierre de 2015 y proyectados a 3 años. Además tiene

celdas formuladas que permiten simular si se hace una nueva inversión para que afecte los estados financieros proyectados.

11. Depreciación: Contiene todos los activos fijos con los que cuenta la compañía, a cierre de 2015 y proyectados a 3 años. Además tiene celdas formuladas que permiten simular si se hace una nueva inversión para que afecte los estados financieros proyectados.
12. Estados Financieros Históricos: Cuenta con la información de los Estados Financieros de la compañía por los años 2010-2015, se dejó incluso el 2010 porque se realizó el flujo de efectivo por método directo e indirecto formulado. Además, contiene los indicadores financieros y los inductores de valor.
13. EEFF Proyectados: Contiene las proyecciones macroeconómicas así como las variables de políticas definidas por la empresa; también los Estados Financieros de la compañía proyectados por los años 2016-2018 (se dejó incluso 2014-2015 porque el flujo de efectivo se encuentra formulado con dicha información); los indicadores financieros, inductores de valor y el cálculo de la valoración de la compañía por el método de valoración Flujo de caja libre operacional Descontado.
14. Resumen de escenarios: Contiene la información resultado de los escenarios de ventas realista, pesimista y optimista, así dos escenarios donde se muestra el resultado de las estrategias propuestas para generar valor.

4 RESULTADOS

Después de realizado el diagnóstico financiero por los 5 años a la compañía Andirent SAS, se procedió a realizar una proyección por 3 años, teniendo en cuenta las estadísticas nacionales macroeconómicas y las expectativas de la administración de la compañía. Con la información obtenida, se plantearon unas recomendaciones y estrategias acerca del mejor uso de los recursos y que decisiones debería tomar la empresa con los sobrantes o faltantes de caja resultado de la proyección.

4.1 RECOMENDACIONES

Tabla No. 1 Estrategias

PROBLEMA	ESTRATEGIA
Rotación de cartera	Teniendo en cuenta los costos fijos que tiene la compañía que son de obligatorio pago a 30 días (obligaciones laborales más costos fijos) respecto las ventas corresponde a un 22% (año 2015), la compañía debería disminuir gradualmente y porcentualmente el recaudo que tiene a 90 y 60 días.
Rotación de proveedores	Dado el reconocimiento que ha logrado Andirent, se encuentra en la capacidad de renegociar plazos con sus principales proveedores, pasando anualmente de 30 a 60 días en un porcentaje
Alto nivel de endeudamiento	Aprovechar los excedentes de caja para cancelar estas obligaciones de modo que se disminuya el costo financiero, dado que este costo esta afectando la tasa nominal impositiva

Fuente: Elaboración propia con información obtenida de Andirent SAS

4.2 SUPUESTOS MACROECONÓMICOS Y DE LA EMPRESA

Los datos macroeconómicos se sustentan en la realidad de la economía de país por lo que va corrido del 2016 y para 2017-2018 se soportan con las proyecciones realizadas por especialistas de los bancos Bancolombia y Davivienda.²⁶ Por otra

²⁶[http://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/publicaciones/presentaciones-investigaciones-economicas/Perspectivas económicas de América Latina Mayo 2016](http://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/publicaciones/presentaciones-investigaciones-economicas/Perspectivas_economicas_de_America_Latina_Mayo_2016) Consulta realizada el 08-06-2016

parte, la proyección de la TRM se sustenta en un estudio gerencial que presenta un modelo de tasa de cambio de paridad del poder adquisitivo²⁷, la fórmula que se aplica es la que sigue:

$$\Delta TCPPA = \frac{1 + icol}{1 + iusa} - 1$$

Donde:

TCPPA= Variación porcentual en la tasa de cambio de paridad de poder adquisitivo a lo largo de un año.

icol= Tasa de inflación de Colombia

iusa= Tasa de inflación de Estados Unidos

Por último, la tasa impositiva real se calculó teniendo en cuenta que Andirent ha presentado tasas impositivas más altas a las establecidas fiscalmente, esto se debe a que se han presentado en la compañía gastos que no son deducibles entre los cuales el que más le ha impactado es el de la subcapitalización pues su endeudamiento financiero supera el tope máximo permitido para que el total de los intereses puedan deducirse. Además, se tuvo en cuenta que para cierre de 2015 su base gravable de CREE superó los \$800.000.000 y por lo tanto debe pagar sobretasa al CREE, el cual de acuerdo a la Ley 1739 de 2014 pasará de un 5% en 2015 a un 9% en 2018. (Ver tabla 2)

Las proyecciones de la empresa se sustentan en los planes de la administración en cuanto al incremento en los sueldos de sus empleados (que no supera el IPC); la proyección nominal de las ventas se calculó con el incremento del IPC esperado, así como los demás costos y gastos pues la Gerencia argumenta que por experiencia, estos no incrementan más del IPC para el año en curso. (Ver tabla 3)

<https://www.davivienda.com/wps/wcm/connect/5fd0f5df-1d96-48fc-a492-159b21b923c2/Perspectivas+Economicas+de+Mediano+Plazo.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=5fd0f5df-1d96-48fc-a492-159b21b923c2>. Consulta realizada el 08-06-2016

<https://www.davivienda.com/wps/wcm/connect/51220845-cb05-487f-b27c-8fb40db30f22/Proyecciones+Variables+Macroeconomicas+-+Oct+15.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=51220845-cb05-487f-b27c-8fb40db30f22>. Consulta realizada el 08-06-2016

²⁷ http://ac.els-cdn.com/S0123592309700956/1-s2.0-S0123592309700956-main.pdf?_tid=5ee49218-36a3-11e6-9353-00000aabb0f01&acdnat=1466398778_9a3b2fbc909e37a571fa6283fcc108b. Consulta realizada el 08-06-2016

Tabla No. 2 Supuestos Macroeconómicos

VARIABLES	2016 PY	2017 PY	2018 PY
* IPC	6,88%	4,00%	3,50%
DTF	5,24%	5,21%	5,25%
PIB	2,60%	2,90%	2,90%
Pib Industria (sector servicios)	2,50%	2,90%	2,90%
PROYECCION TRM	\$ 3.338,32	\$ 3.538,49	\$ 3.750,67
Inflación Estados Unidos	0,73%	0,73%	0,73%
% Impuesto CREE Nominal	9%	9%	9%
% Impuesto Cree Real	1%	19%	20%
% Sobretasa CREE	6%	8%	9%
% Impuesto Renta Nominal	25%	25%	25%
% Impuesto Renta Real	37%	37%	37%
Total impto Nominal	7%	8%	9%
Total Impto Real	34%	34%	34%

Fuente: Elaboración propia con datos estadísticos Bancolombia y Banco Davivienda

Tabla No. 3 Supuestos de la empresa

VARIABLES	2016 PY	2017 PY	2018 PY
* Puntos adicionales salario	0,00%	0,00%	0,00%
* Incremento auxilios	0,00%	0,00%	0,00%
*salario minimo	\$ 687.972,50	\$ 735.305,00	\$ 764.717,20
*Auxilio de transporte	\$ 77.700,00	\$ 83.045,76	\$ 85.952,36
% Salud Empleador	8,50%	8,50%	8,50%
No salarios base beneficio salud	10,00	10,00	10,00
No salarios base beneficio sena	10,00	10,00	10,00
No salarios base beneficio icbf	10,00	10,00	10,00
Base pago salud	\$ 6.879.725	\$ 7.353.050	\$ 7.647.172
Base pago sena	\$ 6.879.725	\$ 7.353.050	\$ 7.647.172
Base pago icbf	\$ 6.879.725	\$ 7.353.050	\$ 7.647.172
% Pension Empleador	12%	12%	12%
% Riesgos 1	0,522%	0,522%	0,522%
% Riesgos 2	1,044%	1,044%	1,044%
% Riesgos 3	6,960%	6,960%	6,960%
% Prima	8,33%	8,33%	8,33%
% Cesantias	8,33%	8,33%	8,33%
% Intereses	12%	12%	12%
% Vacaciones	4,17%	4,17%	4,17%
% Caja	4%	4%	4%
% Sena	2%	2%	2%
% ICBF	3%	3%	3%
Incremento salarial	Individual	Individual	Individual

Fuente: Elaboración propia con información obtenida por parte de la Gerencia Andirent SAS

4.3 PROYECCIÓN DE INGRESOS, COSTOS Y GASTOS

La proyección de ingresos se realizó como se mencionó en el numeral anterior, dado que la compañía no hace incrementos adicionales al IPC con el que cierre el año, por lo que se proyectó con el dato por cliente y por concepto de acuerdo a información recibida sobre los negocios que tienen término de contrato durante estos tres años, más un único proyecto que se está gestionando en este año. Igualmente, los costos y gastos de la nómina se proyecta incrementar únicamente en el porcentaje que aumente el IPC, como se observa en la Tabla N°3.

Tabla No. 4 Proyección Ingresos Costos y Gastos 2016-2018

VARIABLES	2016 PY	2017 PY	2018 PY
Incremento % Ventas	2,50%	2,90%	2,90%
Pib Industria (sector servicios)	2,50%	2,90%	2,90%
Inflacion	6,88%	4,00%	3,50%
Crecimiento Nominal Ventas	12,29%	10,12%	9,59%
Recaudo cartera Contado	2%	2%	2%
Recaudo cartera a 30 dias	3%	3%	3%
Recaudo cartera a 60 dias	15%	15%	15%
Recaudo cartera a 90 dias	80%	80%	80%
Clientes Largo Plazo	0%	0%	0%
Pago proveedores Contado	30%	30%	30%
Pago proveedores a 30 dias	45%	45%	45%
Pago proveedores a 60 dias	25%	25%	25%
Proveedores largo plazo	0%	0%	0%

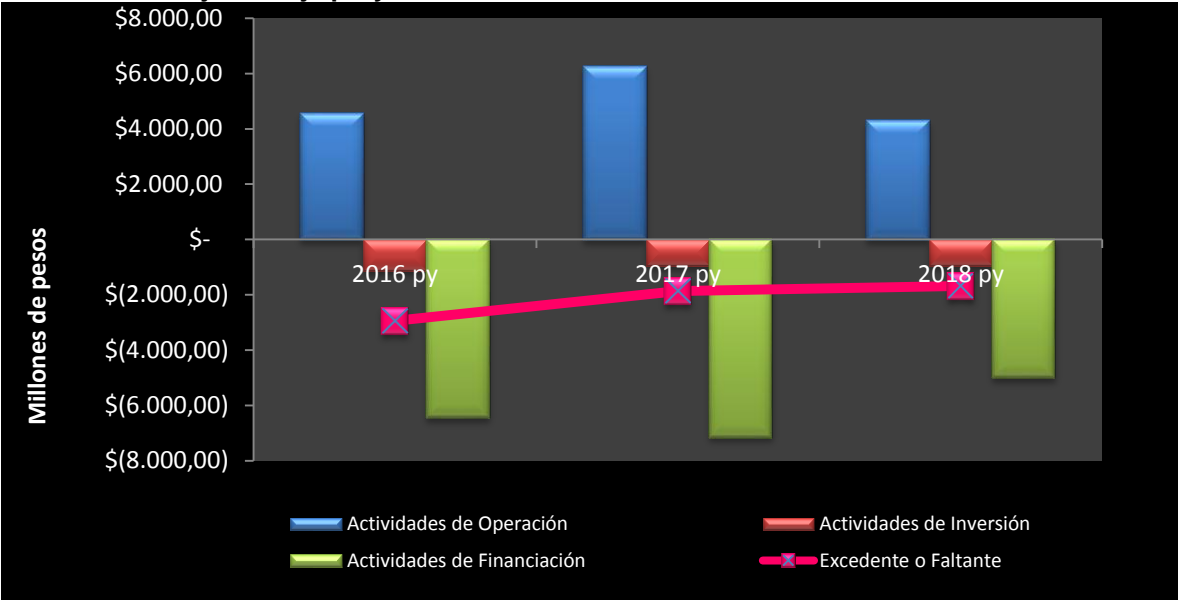
Fuente: Elaboración propia con información obtenida por parte de la Gerencia Andirent SAS

4.4 FLUJO DE CAJA Al realizar la proyección del flujo de caja los resultados que arroja para los tres años, en la operación normal que está desarrollando, es de faltante de caja por lo que tendría que incurrir en un crédito de tesorería. Dicho faltante es efecto generado por la necesidad de cubrir sus obligaciones financieras a corto plazo; adicional, en el año 2016 se realiza una nueva inversión para ejecutar un nuevo proyecto de un contrato con cliente multinacional (no se menciona por temas de confidencialidad), el cual empieza en marzo de 2016.

En el modelo se planteó la estrategia de mejorar la rotación de cartera y proveedores dado que vienen en dirección inversa, mientras se dan amplios plazos de financiación a los clientes, se vienen cancelando casi de contado el total de los productos y servicios adquiridos a proveedores. Además, se planteó que para próximos proyectos en los que el cliente requiera la adecuación de los espacios, se solicite un anticipo, un porcentaje correspondiente al 20% sobre la variación de los ingresos del año en revisión versus el anterior. Este porcentaje fue evaluado con el área comercial, quienes por la experiencia que tienen en negociación con el cliente indican que es un índice razonable. La aplicación de

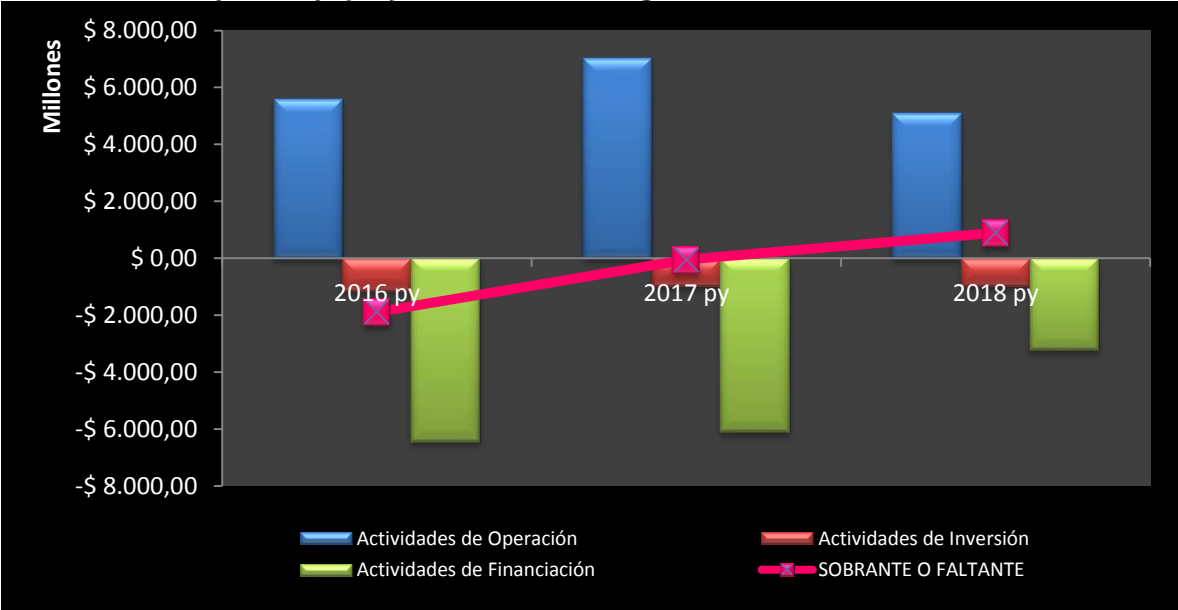
esta propuesta trae como resultado unos excedentes de caja que pueden ser aprovechados por la organización ya sea para cancelar obligaciones financieras o realizar nuevas inversiones. Dado el alto nivel de endeudamiento, lo que se plantea es que se aprovechen estos excedentes y se abone a las obligaciones. Por lo tanto, el flujo de caja proyectado tendría el comportamiento que se ve en el Gráfico N°10.

Gráfico N° 9 Flujo de caja proyectado



Fuente: Elaboración propia con EEFF proyectados Andirent SAS

Gráfico N° 10 Flujo de caja proyectado con estrategia



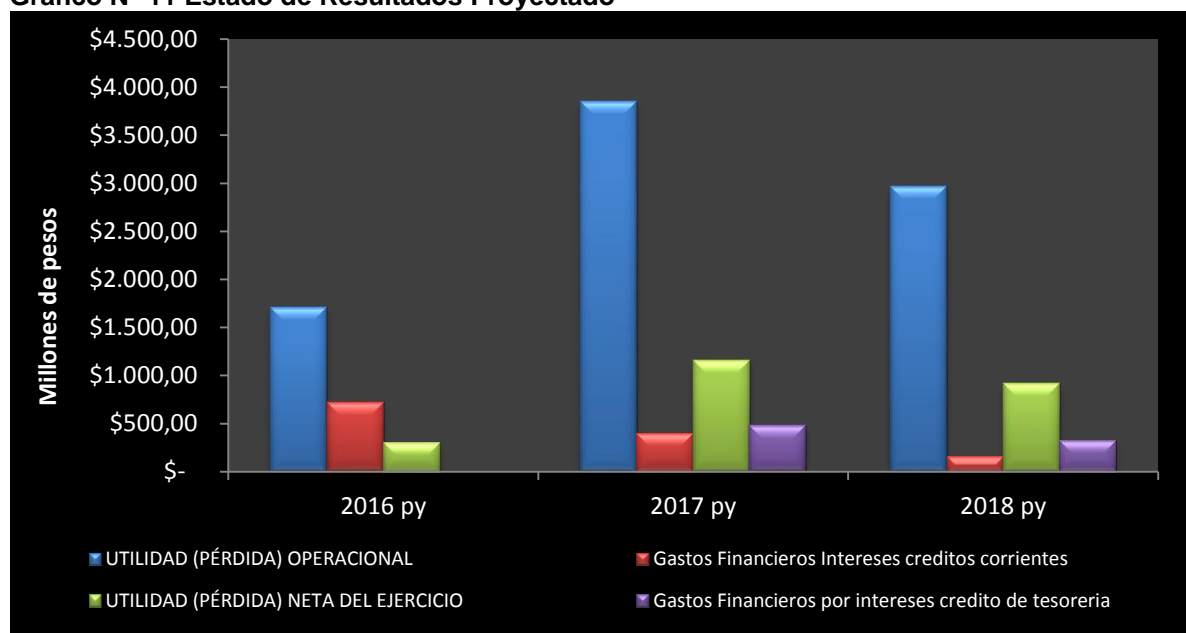
Fuente: Elaboración propia con EEFF proyectados Andirent SAS

4.5 ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO Para el año 2016 se presenta una disminución en la utilidad operacional del 60% respecto al 2015 debido a que se están reconociendo costos y gastos que estaban ligados a unos ingresos que se facturaron a cierre de 2015, además se incrementa el rubro de amortizaciones en razón al proyecto nuevo que se mencionó en el numeral de flujo de caja. Durante los años 2016 y 2017 se incrementa la utilidad tanto operacional como neta debido al incremento en ventas, generando un margen de contribución del 17% en 2016, del 23% en 2017 y del 20% en 2018.

En cuanto a gastos se evidencia un incremento promedio del 9%, aun cuando las políticas de la compañía es tender a disminuir este gasto, sin embargo no se presenta de este modo dado que se encuentra ligado al comportamiento de los ingresos los cuales son tendientes a crecer. Respecto al incremento en los gastos por depreciación y amortización, la compañía tiene estimado realizar adquisiciones de equipos de cómputo y licencias del 10% sobre el valor total de los ingresos y de equipos de oficina del 5% durante los 3 años proyectados. Este estimado lo tiene la gerencia dada la revisión sobre el total de las compras del último año y con unos puntos adicionales por los nuevos proyectos que ya se están gestionando.

La tasa impositiva que se aplica sobre la utilidad antes de impuestos se estima que continúe en el 34%, correspondiente al 25% por renta y 9% por CREE. Sin embargo, para los años en los que presente pérdida, se considera una tasa impositiva del 3% correspondiente a la renta presuntiva.

Gráfico N° 11 Estado de Resultados Proyectado



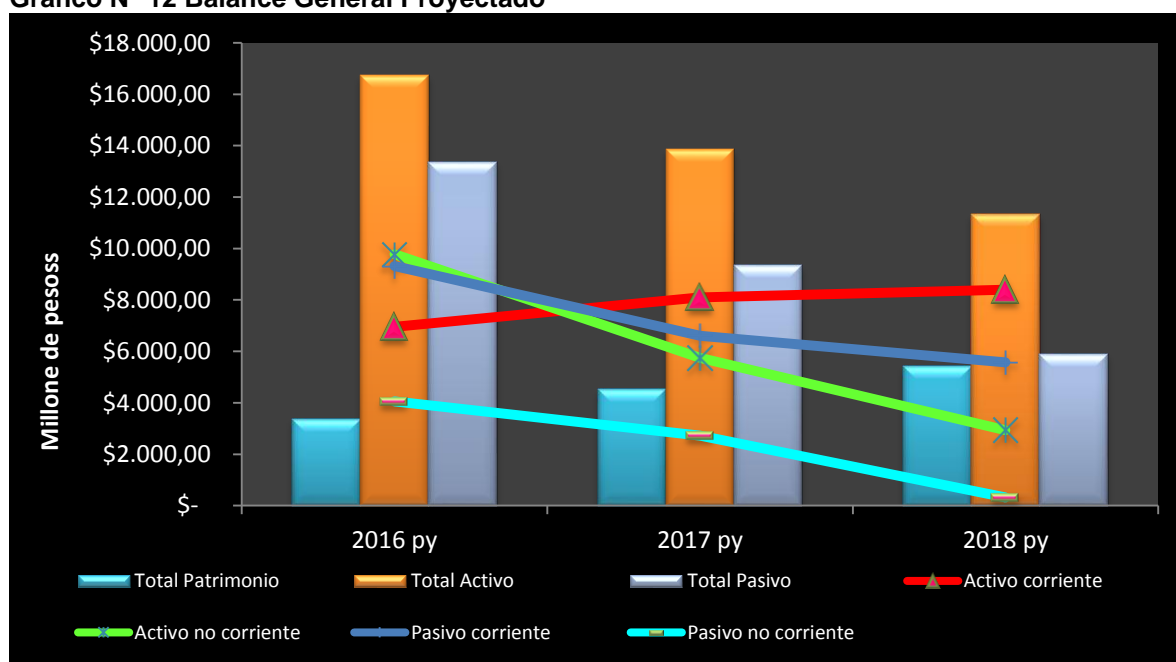
Fuente: Elaboración propia con EEFF proyectados Andirent SAS

Con la estrategia propuesta, se consigue disminuir el componente financiero en razón a que la empresa contará con excedentes que le permitirán cubrir sus obligaciones a corto plazo sin necesidad de recurrir a la financiación.

4.6 BALANCE GENERAL PROYECTADO Se evidencia una disminución significativa en la partida de Activo fijo la cual se presenta vía depreciación lineal, de acuerdo a información de la Gerencia, estos activos aún cuentan con vida útil por lo que no se proyecta inversión en adquisición de los mismos por el horizonte de planeación que se está valorando. Por otra parte, se presenta un aumento en el activo corriente en razón a la baja rotación de la cartera, pues se está financiando a los clientes hasta por 90 días.

En el rubro del pasivo se presenta una disminución gradual en razón a que no se tiene proyectado incurrir en más financiamiento con entidades y tampoco apalancarse con proveedores (con estos no se ha gestionado solicitud de crédito y el plazo máximo de los proveedores principales es a 30 días). Sin embargo, para poder cumplir con la cancelación oportuna de esas obligaciones, la empresa deberá recurrir a créditos de tesorería durante los 3 años proyectados, pero tendrá que evaluar el costo financiero que esto implica dado que es más alto que el de un crédito normal (Ver Gráfico N°10)

Gráfico N° 12 Balance General Proyectado



Fuente: Elaboración propia con EEFF proyectados Andirent SAS

Con la estrategia propuesta, los beneficios corresponden a los mismos expuestos en el flujo de caja.

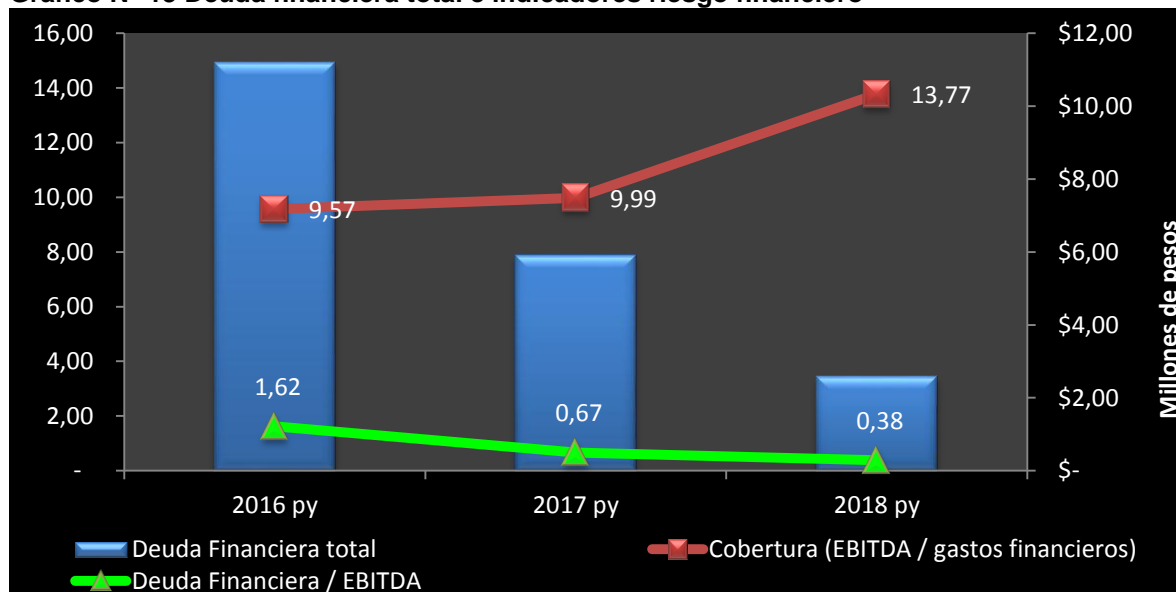
4.7 INDICADORES FINANCIEROS E INDUCTORES DE VALOR PROYECTADOS

4.7.1 INDICADORES FINANCIEROS Los indicadores de liquidez evidencian un mejoramiento para los años 2017-2018 en el que se cumple que se cuenta con el recurso para el cubrimiento de sus obligaciones sin necesidad de desprenderse de activos.

Los indicadores de rentabilidad, mediante el Índice Dupont y el rendimiento de patrimonio revela que la empresa empieza a tener dicha rentabilidad por buen manejo de sus activos operacionales, aunque aún cuenta con un porcentaje importante producto del endeudamiento, anualmente va disminuyendo.

La deuda financiera durante los años 2016-2018 muestra una tendencia decreciente, evidenciando un mejor comportamiento del EBITDA pasando de 6.20 en 2015 a 39.87, esto en el supuesto que la compañía no adquiera nuevos créditos y aun cuando tiene que incurrir en un crédito de tesorería para el primer año, impacta pero no de modo fuerte al componente de la deuda sobre el EBITDA.

Gráfico N° 13 Deuda financiera total e indicadores riesgo financiero

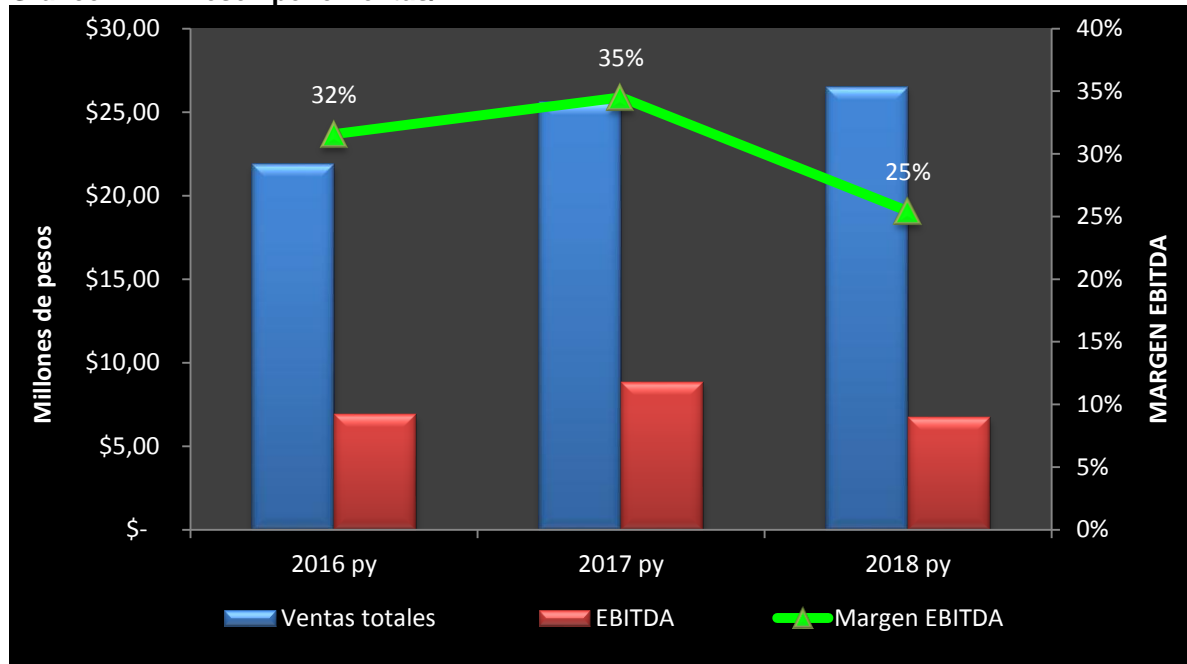


Fuente: Elaboración propia con EEFF proyectados Andirent SAS

Los indicadores de actividad no muestran algo diferente a los EEFF históricos dado que la compañía mantiene los días de rotación de su cartera, sin negociar los días de pago de proveedores, lo que afecta en el ciclo de efectivo mostrando ineficiencia en el manejo de los recursos y la poca capacidad que tiene la compañía de apalancarse con los proveedores de equipos y servicios. (Ver Indicadores en Anexo F)

4.7.2 INDUCTORES DE VALOR Los resultados operacionales muestran una tendencia favorable durante el período 2016 - 2017. El EBITDA presentó un crecimiento promedio geométrico anual del 0,79% durante todo del período como resultado de un crecimiento de las ventas del 11% a pesar del incremento directo en los costos de ventas, que es del 13% dado que es impactado por la proyección de la tasa de inflación y su relación directa con el nivel de ventas.

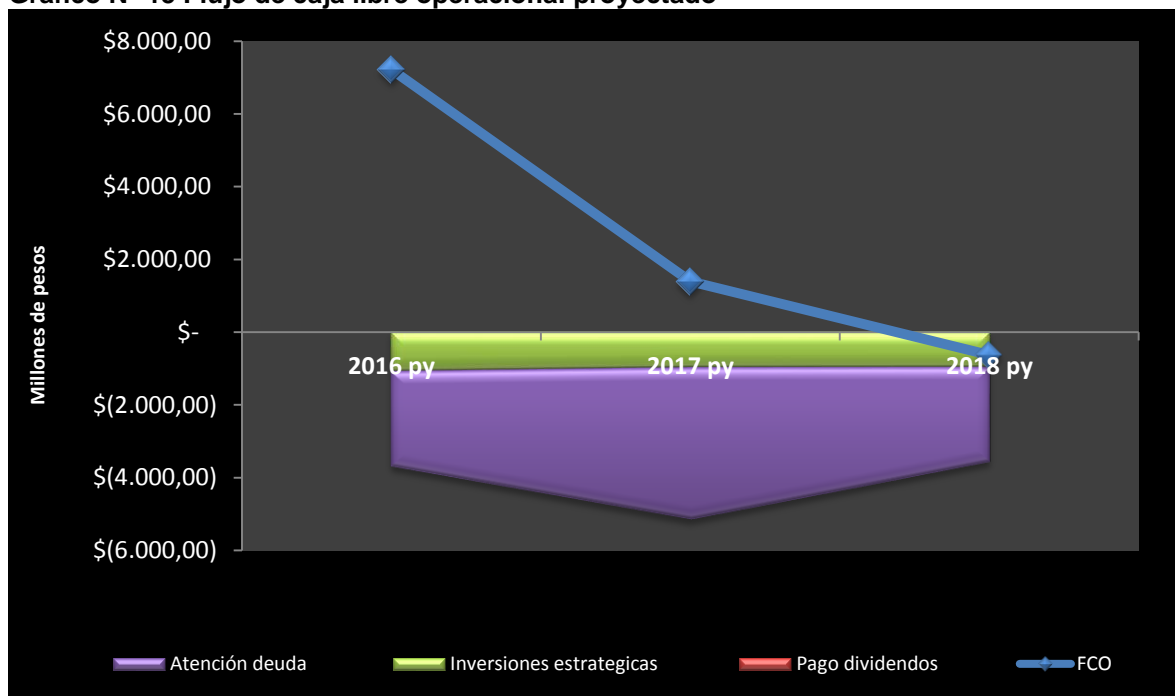
Gráfico N° 14 Desempeño Ventas/EBITDA



Fuente: Elaboración propia con EEFF proyectados Andirent SAS

El flujo de caja libre operacional muestra que el total del mismo está siendo aprovechado para el servicio de la deuda y por el momento aunque se tuviese estimado el pago a accionistas por lo correspondiente a sus dividendos, es mejor para la compañía que cancele estos créditos que le generan tasas de interés más altas que la tasa de oportunidad esperada por el accionista.

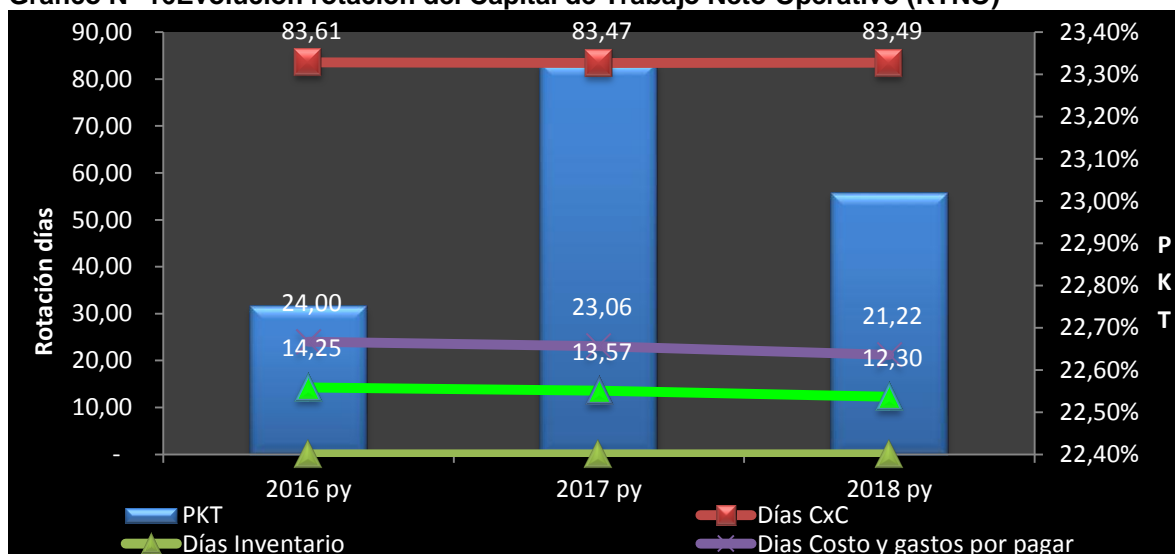
Gráfico N° 15 Flujo de caja libre operacional proyectado



Fuente: Elaboración propia con EEFF proyectados Andirent SAS

La variación que se muestra en la productividad del capital de trabajo (PKT), indica que la gerencia de la empresa está aprovechando los recursos comprometidos en el capital de trabajo para generar eficiencia en la operación, sin embargo según las proyecciones que se tienen tiende a disminuir esta productividad aunque en márgenes mínimos.

Gráfico N° 16 Evolución rotación del Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO)



Fuente: Elaboración propia con EEFF proyectados Andirent SAS

5 CONCLUSIONES

Una vez analizados los Estados Financieros indicadores y proyecciones de Andirent SAS, y de acuerdo a la valoración realizada por flujo de caja descontado, se puede concluir que la compañía tiene una alta posibilidad de atraer inversionistas por el valor de mercado que presenta. Sin embargo, de acuerdo a lo que reflejan las proyecciones, la realidad de la empresa es que no está generando flujos de caja, el recaudo de su cartera es eficiente pero aun así no alcanza para cubrir las necesidades; adicional a las obligaciones financieras deben recurrir a créditos de tesorería y los costos y gastos son elevados respecto a las ventas proyectadas.

Teniendo en cuenta que Andirent no presenta competencia directa, es difícil medir la estructura de los costos para determinar si se están aprovechando eficientemente los recursos y poder de esta forma sacar ventaja para generar otras estrategias que permitan generar valor a la compañía.

El indicador de endeudamiento para la compañía (para el año 2015) se encuentra en un 86%, donde el endeudamiento financiero tiene una participación del 71%, lo que indica que gran parte de los activos de la compañía se encuentran financiados con deuda. Aunque esta es menos costosa que el patrimonio, está implicando un mayor riesgo, pues al generar una disminución en los ingresos de la compañía, se verá en desventaja para atender el servicio de la deuda.

6 RECOMENDACIONES

1. Realizar un constante monitoreo a la eficiencia en costos y gastos operacionales que permita controlar y evitar posibles contracciones en los márgenes EBITDA y efectos negativos en la generación de flujos de caja.
2. Teniendo en cuenta que Andirent SAS presenta obligaciones financieras extraordinarias (crédito de tesorería), estas tienen altas tasas de interés afectando el flujo de caja y frente a la generación de valor representa un alto costo de la deuda, es importante determinar la opción de conseguir financiación más económica a través de la participación de nuevos accionistas.
3. El actual nivel de precios que maneja la compañía, debe tener una evaluación, dados los costos de mantenimiento y actualización de software que se negocia con los clientes.
4. Dada la operación que maneja Andirent, se debe tener en cuenta dentro de las negociaciones con los clientes, los costos y gastos por desmantelamiento de activos fijos, pues estos pueden al finalizar los contratos generar pérdidas inesperadas.

BIBLIOGRAFÍA

BOLTEN, Steven E. Administración Financiera. Universidad de Houston. Ed. Limusa. Mexico 1994

CARDONA GUTIERREZ, Jairo. (2007 Agosto 21) EBITDA y cálculo de los generadores de valor. Recuperado de <http://www.gestiopolis.com/EBITDA-y-calculo-de-los-generadores-de-valor/>. Consulta realizada el 28-05-2016

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack Valuation, measuring and managing the value of companies. 3rd edition. New York: McKinsey & Company, John Wiley & Sons. (2000)

ESPIÑEIRA, SHELDON Y ASOCIADOS. Boletín Digital de Asesoría Gerencial N°11-2010. Price Waterhouse Coopers. España. 2010.

FERNÁNDEZ, Pablo. Valoración de empresas. 3ª edición. Ed. Gestión. Barcelona. 2000

GARCÍA SERNA, Oscar León. Valoración de empresas, Gerencia del Valor y EVA. Medellín: Prensa Moderna Impresores, 2003

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=946090. Consulta realizada en página web el 28-05-2016.

<http://www.banrep.gov.co/es/comunicado-24-06-2015> Consulta realizada en página web Banco de la República. 28-02-2016

[http://www.bloomberg.com/latam/content/uploads/sites/10/2014/12/5_INVIRTIENDO EM.pdf](http://www.bloomberg.com/latam/content/uploads/sites/10/2014/12/5_INVIRTIENDO_EM.pdf) Consulta realizada en página web el 28-05-2016

<http://www.bursitia.com/index.php/educacion/analisis-fundamental/valoracion-por-flujos-descontados/65-modelo-de-valoracion-por-dividendos-descontados-ddm> Consulta realizada en página web el 28-05-2016.

<http://www.portafolio.co/opinion/analisis-comportamiento-dolar-enero-2015> Consulta realizada en página web Portafolio 28-02-2016

<http://www.rankia.com/blog/pensamientosneoliberales/430242-tasa-libre-riesgo>. Consulta realizada en página web el 28-05-2016

<http://www.semana.com/especiales/articulo/leasing/9343-3> Consulta realizada en página web Diario Semana. 28-02-2016

<http://www.unilibre.edu.co/CienciasEconomicas/Webcontaduria/estudie/Gerencia/cap612.htm> Consulta realizada el 28-05-2016

Informe de Gestión para el cierre de año 2015.

Ley 1607 de 2012. Artículo 109.

MARTIN, John; PETTY, J.William. La gestión basada en el valor. Ed.Gestión 2000. Barcelona .2001.

RAPPAPORT, Alfred. "Selecting strategies that create shareholder value". En Harvard Business Review May - June (139 - 141). 1981

RICO, Luis F. Cuánto vale mi empresa 1ª.edición. Ed.Alfaomega. Bogotá. 2003

ROJO, Alfonso. Valoración de empresas y gestión basada en valor. Ed.Paraninfo. España. 2007

SHARPE, William: "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk". Journal of Finance. 1964.

STEWART, Bennett III. En busca del valor. Ed. Gestión 2000. Barcelona. 2000

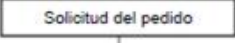

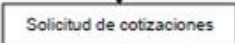


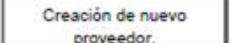
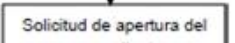


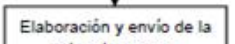

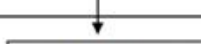

VELEZ P, Ignacio. Flujos de caja. 2013-2014. Publicación [http://cashflow88.com/decisiones/Flujos de caja fin corp.pdf](http://cashflow88.com/decisiones/Flujos_de_caja_fin_corp.pdf). Consulta realizada el 28-05-2016

VÉLEZ, Ignacio. Decisiones de inversión, enfocado a la valoración de empresas. Ed.Universidad Javeriana. 5ª edición. Colombia. 2006

ANEXOS

Anexo A Proceso de prestación de servicios

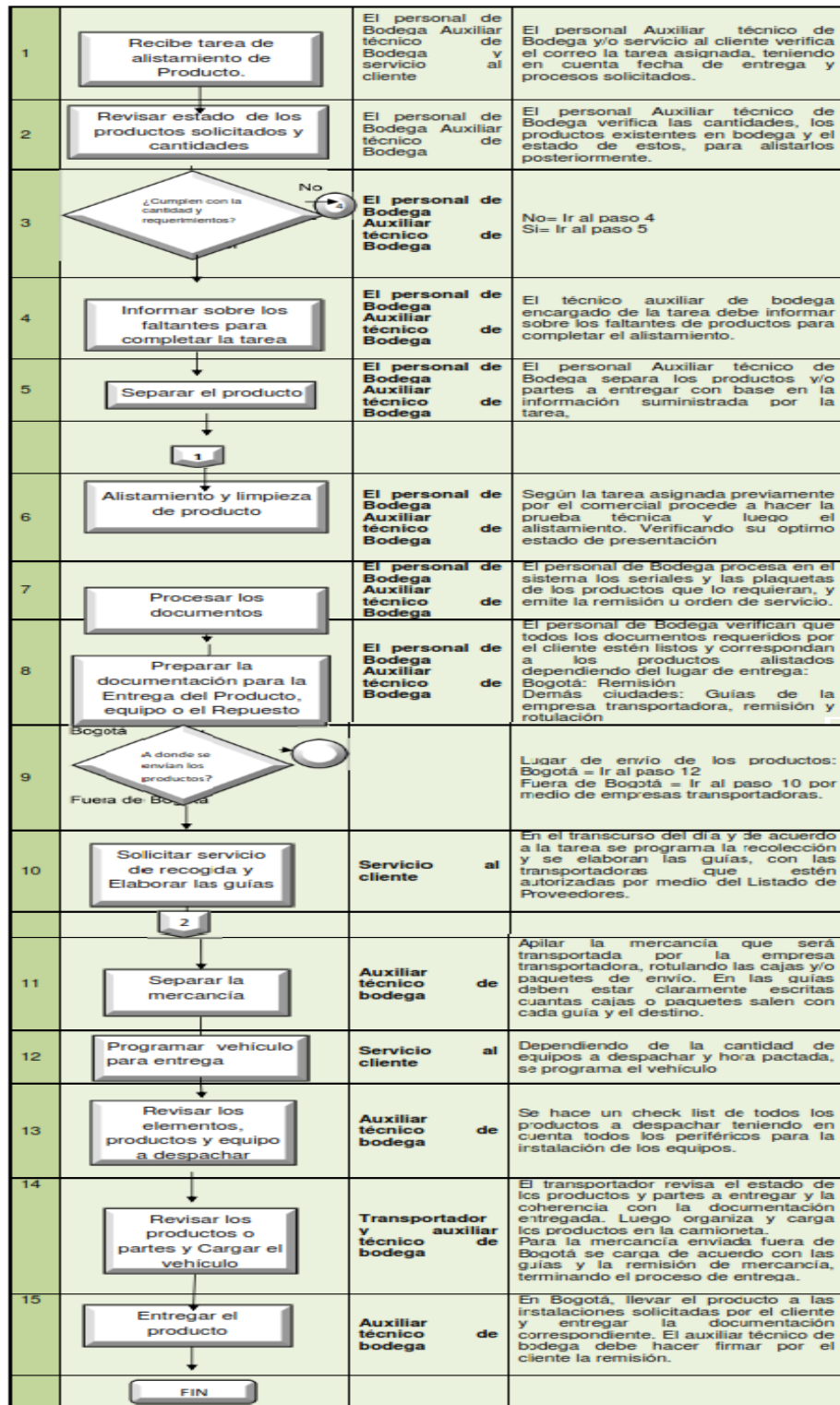
-Compras

Nº	ACTIVIDAD	RESPONSABLE	DESCRIPCION
1		Comerciales	El área comercial envía al Aux de compras la solicitud de productos o servicios, con las especificaciones claramente requeridas.
2		Aux de Compras	El Aux de compras recibe la solicitud de compra.
3		Aux de Compras	El Aux de compras solicita cotizaciones a los proveedores según los requerimientos y especificaciones consignadas en la solicitud, y aplica Numeral 5.1
4		Aux de Compras	Aux de Compras recibe y analiza las cotizaciones y escoge la mejor opción frente a calidad, garantía, tiempos de entrega y precio.
5			SI = Ir al paso 6 NO = Ir al paso 9
6		Aux de Compras	Se solicitan los documentos requeridos para la Creación Como proveedor en BASE DATOS PROVEEDORES
8		Aux de Compras	Con todos los documentos recibidos se solicita la apertura del nuevo proveedor al departamento de contabilidad.
			
			
9		Aux de Compras	El Aux de compras elabora la orden de compra y se envía vía a través de correo electrónico al proveedor elegido, con copia a Bodega y logística.
10		Aux de Compras	Se verifica con el proveedor, el recibido de la Orden de compra y se confirman condiciones establecidas para lugar y fecha de entrega.
11Q		Aux de Compras	Registrar en Archivo de Control de compras toda Orden enviada, y toda la información contenida en ella.
11			

- Soporte técnico

N°			
1	<div>Se recibe solicitud por correo con solicitud de soporte técnico</div>	Servicio al cliente/Jefe de bodega	El comercial o cliente envía a los correos de servicio al cliente, soporte y jefe de bodega la tarea del soporte técnico, aclarando que servicio se debe prestar: Mantenimiento de equipos, actualizaciones de software, garantías instalación.
2	<div>Programación de soporte técnico</div>	Servicio al cliente y jefe de Bodega	Basados en la información suministrada por la tarea, servicio al cliente y el jefe de bodega hacen la programación del servicio teniendo en cuenta los elementos requeridos por los clientes y la programación del recuso humano.
3	<div>Alistamiento para el soporte técnico</div>	Técnico auxiliar de bodega	Según el requerimiento del cliente, el técnico auxiliar de bodega, alistara todos los elementos necesarios para da el soporte en el punto requerido. Repuestos, herramientas, licencias equipos etc.
4	<div>Elaboración del documento orden de servicio</div>	Técnico auxiliar de bodega	El técnico auxiliar de bodega debe elaborar el documento llamado orden de servicio teniendo en cuenta la información suministrada por el área comercial
5	<div>Prestación de servicio</div>	Técnico auxiliar de bodega	El técnico asignado para el soporte se desplaza hasta el punto llevando consigo los elementos previamente alistados y verificados.
	1		
	1		
6	<div>Revisión y soporte</div>	Técnico auxiliar de bodega	Con guía asistida del cliente, el técnico auxiliar de bodega procede a dar el soporte técnico necesario a los equipos, revisando que los seriales y que las plaquetas sean correctos.
7	<div>Entrega y firma a satisfacción</div>	Técnico auxiliar de bodega	Al terminar los procesos el técnico auxiliar le entrega a la persona responsable (cliente), el soporte prestado y en total funcionamiento, el cual firmara el documento "orden de servicio"
8	<div>Fin</div>		

- Alistamiento y despachos



Anexo B Nómina

ANDIRENT SAS																
CUADRO INFORMATIVO DE SUELDOS Y SALARIOS																
AÑO 2015																
CARGO	Salario				Carga Prestacional				Seguridad Social			Parafiscales			Total Salario Mensual	Total Salario Anual
	Salario Basico	Auxilio de Transporte	Salario Variable	Auxilios	Cesantias	Prima	Vacaciones	Intereses	Salud	Pension	Riesgos	Sena	Icbf	Caja		
Asesora Comercial	1,100,000	77,700	-	-	91,630	91,630	45,870	10,996	-	132,000	5,742	-	-	44,000	1,599,568	19,194,816
Asistente Administrativa	950,000	77,700	-	-	79,135	79,135	39,615	9,496	-	114,000	4,959	-	-	38,000	1,392,040	16,704,480
Asistente Administrativa	900,000	77,700	-	-	74,970	74,970	37,530	8,996	-	108,000	4,698	-	-	36,000	1,322,864	15,874,368
Asistente Administrativa	1,100,000	77,700	-	-	91,630	91,630	45,870	10,996	-	132,000	5,742	-	-	44,000	1,599,568	19,194,816
Asistente Comercial	1,500,000	-	-	-	124,950	124,950	62,550	14,994	-	180,000	7,830	-	-	60,000	2,075,274	24,903,288
Auxiliar De Mantenimiento	900,000	77,700	32,812	-	77,703	77,703	38,898	9,324	-	108,000	4,698	-	-	36,000	1,362,838	16,354,056
Auxiliar De Mantenimiento	950,000	77,700	59,375	-	84,081	84,081	42,091	10,090	-	114,000	4,959	-	-	38,000	1,464,377	17,572,524
Auxiliar De Mantenimiento	1,000,000	77,700	149,792	-	95,778	95,778	47,946	11,493	-	120,000	5,220	-	-	40,000	1,643,707	19,724,484
Auxiliar De Mantenimiento	800,000	77,700	228,000	-	85,632	85,632	42,868	10,276	-	96,000	4,176	-	-	32,000	1,462,284	17,547,408
Auxiliar De Mantenimiento	644,350	77,700	40,943	-	57,085	57,085	28,577	6,850	-	77,322	3,364	-	-	25,774	1,019,050	12,228,600
Auxiliar De Soporte Y Serv. Al Cliente	950,000	77,700	-	-	79,135	79,135	39,615	9,496	-	114,000	4,959	-	-	38,000	1,392,040	16,704,480
Auxiliar De Soporte Y Serv. Al Cliente	1,300,000	77,700	138,396	-	119,818	119,818	59,981	14,378	-	156,000	6,786	-	-	52,000	2,044,877	24,538,524
Auxiliar De Soporte Y Serv. Al Cliente	900,000	77,700	-	-	74,970	74,970	37,530	8,996	-	108,000	4,698	-	-	36,000	1,322,864	15,874,368
Auxiliar De Soporte Y Serv. Al Cliente	900,000	77,700	-	-	74,970	74,970	37,530	8,996	-	108,000	4,698	-	-	36,000	1,322,864	15,874,368
Auxiliar De Soporte Y Serv. Al Cliente	950,000	77,700	-	-	79,135	79,135	39,615	9,496	-	114,000	4,959	-	-	38,000	1,392,040	16,704,480
Auxiliar De Soporte Y Serv. Al Cliente	1,100,000	77,700	39,531	-	94,923	94,923	47,518	11,391	-	132,000	5,742	-	-	44,000	1,647,728	19,772,736
Auxiliar De Soporte Y Serv. Al Cliente	1,100,000	77,700	20,052	-	93,300	93,300	46,706	11,196	-	132,000	5,742	-	-	44,000	1,623,996	19,487,952
Auxiliar De Soporte Y Serv. Al Cliente	950,000	77,700	-	-	79,135	79,135	39,615	9,496	-	114,000	4,959	-	-	38,000	1,392,040	16,704,480
Auxiliar De Soporte Y Serv. Al Cliente	1,200,000	77,700	-	-	99,960	99,960	50,040	11,995	-	144,000	6,264	-	-	48,000	1,737,919	20,855,028
Auxiliar Inventarios	900,000	77,700	-	-	74,970	74,970	37,530	8,996	-	108,000	4,698	-	-	36,000	1,322,864	15,874,368
Coordinador Regional	5,230,000	-	-	-	435,659	435,659	218,091	52,279	-	627,600	27,301	-	-	209,200	7,235,789	86,829,468
Coordinadora Administrativa	3,600,000	-	-	-	299,880	299,880	150,120	35,986	-	432,000	18,792	-	-	144,000	4,980,658	59,767,896
Coordinadora Comercial	8,376,550	-	1,000,000	1,000,000	781,067	781,067	391,002	93,728	712,006	1,005,186	43,726	167,531	251,296	335,062	14,938,221	179,258,652
Gerente	12,238,200	-	-	747,439	1,019,442	1,019,442	510,333	122,333	1,040,247	1,468,584	63,883	244,764	367,146	489,528	19,331,341	231,976,092
Ingeniero De Soporte	1,000,000	77,700	-	-	83,300	83,300	41,700	9,996	-	120,000	5,220	-	-	40,000	1,461,216	17,534,592
Mensajero	700,000	77,700	200,000	-	74,970	74,970	37,530	8,996	-	84,000	3,654	-	-	28,000	1,289,820	15,477,840
Portero	769,070	77,700	518,802	-	107,280	107,280	53,704	12,874	-	92,288	4,015	-	-	30,763	1,773,776	21,285,312
Portero	769,070	77,700	480,668	-	104,103	104,103	52,114	12,492	-	92,288	4,015	-	-	30,763	1,727,316	20,727,792
Portero	769,070	77,700	173,682	-	78,531	78,531	39,313	9,424	-	92,288	4,015	-	-	30,763	1,353,317	16,239,804
Rrhh/Salud Ocupacional	1,100,000	77,700	-	-	91,630	91,630	45,870	10,995	-	132,000	5,742	-	-	44,000	1,599,567	19,194,804
Supervisora De Servicios Generales	1,400,000	-	-	-	116,620	116,620	58,380	13,994	-	168,000	7,308	-	-	56,000	1,936,922	23,243,064
Tecnico De Mesa De Ayuda	1,500,000	-	-	-	124,950	124,950	62,550	14,994	-	180,000	7,830	-	-	60,000	2,075,274	24,903,288
Area Contable Y Financiera (Tercerizado)	10,595,890	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10,595,890	127,150,680
Revisoria Fiscal (Tercerizado)	1,100,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,100,000	13,200,000
Total General	69,242,200	1,942,500	3,082,053	1,747,439	5,050,342	5,050,342	2,528,202	606,038	1,752,253	6,905,556	300,394	412,295	618,442	2,301,853	101,539,909	1,218,478,908

Anexo C Estados Financieros históricos



ANDIRENT SAS

BALANCES GENERALES AL 31 DE DICIEMBRE
(Expresados en pesos colombianos)

ACTIVO	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ACTIVO CORRIENTE						
Disponible	98.555.053	210.026.900	87.858.501	193.545.016	194.182.632	342.104.328
Inversiones	-	-	-	84.352.208	111.374.116	65.731.432
Deudores	591.352.492	625.729.010	769.351.014	1.430.093.696	2.711.051.334	8.052.052.946
Clientes Nacionales	567.426.136	516.817.487	635.615.279	945.705.564	1.988.851.043	6.567.174.772
Cuentas por Cobrar a Socios	-	5.085.000	24.480.911	9.499.578	9.499.578	-
Anticipos y Avances	2.829.332	340.000	21.655.823	140.972.056	36.590.363	69.378.639
Depositos en Garantías	-	-	-	-	500.000	28.125.000
Anticipo de Impuestos	-	92.375.713	113.713.881	96.465.000	755.795.262	1.382.032.941
Cuentas por Cobrar a Trabajadores	-	-	-	52.112.445	46.236.154	5.341.594
Deudores Varios	38.691.550	36.276.566	11.200	7.897.896	-	-
Deudas de Difícil Cobro	107.852.244	107.852.244	-	222.935.487	-	245.077.293
Provision de Clientes	(125.446.770)	(133.018.000)	(26.126.080)	(45.494.330)	(126.421.066)	(245.077.293)
Inventarios	267.838.526	441.683.133	118.597.334	137.433.782	179.646.134	-
Gastos Pagados por Anticipado	3.384.668	1.369.155	2.111.181	67.975.190	11.885.522	38.967.902
Total Activo Corriente	\$ 961.130.739	1.278.808.198	977.918.030	1.913.399.892	3.208.139.738	8.498.856.608
ACTIVO NO CORRIENTE:						
Deudores Largo Plazo	-	-	-	-	276.558.681	6.541.993
Clientes Nacionales	-	-	-	-	276.558.681	9.764.169
Provision de Clientes	-	-	-	-	-	(3.222.176)
Propiedades Planta Y Equipo	919.352.601	817.698.171	1.895.850.285	3.524.931.030	8.861.905.183	6.815.155.055
Intangibles	-	-	562.500	562.500	2.623.966.556	2.266.757.508
Cargos Diferidos	11.925.564	29.902.103	4.082.461	562.704.046	5.409.772.597	4.753.999.404
Valorizaciones	170.000.000	170.000.000	170.000.000	170.000.000	-	-
Total Activo No Corriente	\$ 1.101.278.165	1.017.600.274	2.070.495.246	4.258.197.576	17.172.203.017	13.842.453.960
TOTAL ACTIVO	\$ 2.062.408.904	2.296.408.472	3.048.413.276	6.171.597.468	20.380.342.755	22.341.310.568



ANDIRENT SAS

BALANCES GENERALES AL 31 DE DICIEMBRE
(Expresados en pesos colombianos)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PASIVO CORRIENTE						
Obligaciones Financieras	250.117.182	164.003.237	101.801.033	1.398.431.000	5.536.147.770	4.931.325.719
Proveedores	87.504.795	67.228.219	243.384.884	391.453.691	2.062.418.295	785.380.129
Cuentas Por Pagar	85.532.342	119.449.374	21.716.503	760.632.879	419.012.837	1.502.055.836
Impuestos, Gravámenes Y Tasas	61.095.072	175.053.110	187.155.098	168.326.971	782.968.000	1.965.444.000
Obligaciones Laborales	7.566.615	20.404.909	24.294.792	47.010.675	60.452.940	79.965.129
Pasivos Estimados y Provisiones	-	-	-	-	156.526.734	91.551.846
Otros Pasivos	-	120.470.233	-	172.554.506	461.923.197	111.566.324
Total Pasivo Corriente	\$ 491.816.006	666.609.082	578.352.310	2.938.409.722	9.479.449.773	9.467.288.983
PASIVO NO CORRIENTE						
Obligaciones Financieras Largo Plazo	-	-	752.004.566	1.346.059.173	9.004.821.543	9.820.189.961
Deudas con Socios o Accionistas	790.411	790.411	78.707.082	790.411	-	-
Proveedores	698.812.430	509.957.573	365.245.518	398.005.927	494.186.442	-
Total Pasivo No Corriente	\$ 699.602.841	510.747.984	1.195.957.166	1.744.855.511	9.499.007.985	9.820.189.961
TOTAL PASIVO	\$ 1.191.418.847	1.177.357.066	1.774.309.476	4.683.265.233	18.978.457.758	19.287.478.944
PATRIMONIO						
Capital Social	94.300.000	94.300.000	94.300.000	100.450.000	147.770.000	226.300.000
Superavit De Capital	498.000.000	498.000.000	498.000.000	569.766.671	1.153.286.175	1.468.207.181
Reservas	593.552	13.385.142	38.191.275	53.696.515	67.327.692	70.677.805
Resultados del Ejercicio	127.915.887	248.061.346	155.052.394	136.311.764	33.501.130	1.258.495.620
Resultados De Ejercicios Anteriores	(19.819.382)	95.304.918	318.560.131	458.107.285	-	30.151.018
Superavit Por Valorizaciones	170.000.000	170.000.000	170.000.000	170.000.000	-	-
TOTAL PATRIMONIO	\$ 870.990.057	1.119.051.406	1.274.103.800	1.488.332.235	1.401.884.997	3.053.831.624
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	\$ 2.062.408.904	2.296.408.472	3.048.413.276	6.171.597.468	20.380.342.755	22.341.310.568



ANDIRENT SAS

ESTADO DE RESULTADOS DE 01 DE ENERO A 31 DE DICIEMBRE (Expresados en pesos colombianos)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
INGRESOS NETOS OPERACIONALES	1.474.760.833,00	2.322.856.996,00	2.318.393.419	4.275.216.792	13.441.484.549	20.627.658.926
COSTOS DE VENTAS	809.951.249,00	1.468.415.977,00	1.409.327.928	2.857.526.511	10.350.205.852	10.354.921.054
DEPRECIACION						1.911.941.753
AMORTIZACION						2.224.518.761
UTILIDAD (PÉRDIDA) BRUTA	664.809.584	854.441.019	909.065.491	1.417.690.281	3.091.278.697	6.136.277.358
GASTOS OPERACIONALES						
Administración	244.351.911,00	328.771.131,00	387.635.515	636.962.873	1.148.084.038	1.240.997.794
Depreciación						7.303.983
Amortización						38.580.821
Ventas	218.341.853,00	141.088.110,00	231.326.652	295.051.972	525.791.476	568.840.332
UTILIDAD (PÉRDIDA) OPERACIONAL	202.115.820	384.581.778	290.103.324	485.675.436	1.417.403.183	4.280.554.428
INGRESOS NO OPERACIONALES	5.583.680,00	12.131.344,00	18.651.947,00	17.219.306,00	239.638.195,00	324.911.025,00
Ingresos Financieros	4.991.757	758.906	6.868.916	23.071	47.519.179	81.529.784
Servicios						49.440.878
Utilidad en Venta de Propiedad Planta y	-	-	-	-	155.046.189	2.918.268
Recuperacion de Costos y Gastos	591.648	11.372.438	11.783.031	17.196.235	37.054.117	40.309.689
Indemnizaciones						150.191.200
Ingresos de Ejercicios Anteriores						436.000
Diversos	275	-	-	-	18.710	85.206
GASTOS NO OPERACIONALES	12.750.570,00	26.472.306,00	69.589.135,00	263.435.007,00	1.262.475.248,00	1.913.169.833,00
Gastos Financieros	9.481.556	25.295.150	68.119.246	242.067.226	1.180.372.024	1.710.058.782
Honorarios	-	-	-	-	417.619	-
Pérdida en Venta de y Retiro de Bienes	-	-	-	-	-	93.259.485
Gastos Extraordinarios	3.269.014	1.177.156	1.469.889	19.338.561	62.073.126	77.261.192
Diversos	-	-	-	-	-	32.590.374
Seguros	-	-	-	2.029.220	19.612.479	-
UTILIDAD (PÉRDIDA) ANTES DE IMPUESTOS	194.948.930	370.240.816	239.166.136	239.459.735	394.566.130	2.692.295.620
PROVISIÓN IMPUESTO DE RENTA	67.033.042,00	122.179.470,00	84.113.742	75.844.000	300.989.000	1.001.283.000
PROVISIÓN IMPUESTO DE CREE	-	-	-	27.303.971	60.076.000	432.517.000
UTILIDAD (PÉRDIDA) NETA DEL EJERCICIO	127.915.888	248.061.346	155.052.394	136.311.764	33.501.130	1.258.495.620

Anexo D Indicadores Financieros históricos

INDICADORES DE LIQUIDEZ	2011	2012	2013	2014	2015
Razon corriente	1.92	1.69	0.65	0.34	0.90
Prueba ácida	1.26	1.49	0.60	0.32	0.90
Capital de trabajo neto	612,199,116	399,565,720	(1,025,009,830)	(6,271,310,035)	(968,432,375)
INDICADORES DE RENTABILIDAD					
Margen Bruto	37%	39%	33%	23%	30%
Margen operacional	17%	13%	11%	11%	21%
Margen Neto	11%	7%	3%	0%	6%
Rendimiento del Patrimonio	25%	13%	10%	2%	56%
Rendimiento del Activo total	11%	6%	3%	0%	6%
Indice Dupont	62%	20%	16%	5%	135%
INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO					
Nivel de endeudamiento	51%	58%	76%	93%	86%
Endeudamiento financiero	8.9%	22.0%	42.1%	64.3%	71.0%
Impacto de la carga financiera	1.09%	2.94%	5.66%	8.78%	8.29%
Cobertura de intereses	1520%	426%	201%	120%	250%
INDICADORES DE ACTIVIDAD					
Días CxC	83	102	112	52	116
Días Inventario	108	30	17	6	0
Días Costo y gastos por pagar	22	4	72	13	44
Días CxP Proveedores	16	62	49	72	27
Ciclo de efectivo	152	66	8	-26	45
OTROS INDICADORES					
Costo ventas / ventas	63%	61%	67%	77%	70%
Gastos Administrativos / ventas	14%	17%	15%	9%	6%
Gastos ventas / ventas	6%	10%	7%	4%	3%
ROA	11%	5%	2%	0%	6%
ROE	22%	12%	9%	2%	41%

INDICADORES DE RIESGO FINANCIERO					
	2011	2012	2013	2014	2015
Cobertura (EBITDA / gastos financieros)	48.9	18.6	8.7	4.7	4.9
Deuda Financiera / EBITDA	0.1	0.7	1.3	2.6	1.7
Total deuda financiera	164,003,237	853,805,599	2,744,490,173	14,540,969,313	14,751,515,680

Anexo E Inductores de valor históricos

ANALISIS EBITDA					
	2011	2012	2013	2014	2015
Utilidad Operacional	384,581,778.00	290,103,324.00	485,675,436.00	1,417,403,183.00	4,280,554,428.00
+ Depreciación / Amortización activos	852,937,217.00	979,649,324.00	1,623,229,934.00	4,137,701,309.00	4,182,345,318.00
EBITDA	1,237,518,995.00	1,269,752,648.00	2,108,905,370.00	5,555,104,492.00	8,462,899,746.00
Crecimiento	59%	3%	66%	163.41%	52%
Margen EBITDA	53.3%	54.8%	49.3%	41.3%	41.0%
Ventas totales	2,322,856,996.00	2,318,393,419.00	4,275,216,792.00	13,441,484,549.00	20,627,658,926.00
Crecimiento nominal	57.5%	-0.2%	84.4%	214.4%	53.5%
IPC	3.7%	2.4%	1.9%	3.7%	6.77%
índice IPC	104	106	108	112	120
Crecimiento real	51.8%	-2.6%	80.9%	203.3%	43.7%

ANALISIS FLUJO CAJA					
	2011	2012	2013	2014	2015
UO	384,581,778.00	290,103,324.00	485,675,436.00	1,417,403,183.00	4,280,554,428.00
+ D/A	852,937,217.00	979,649,324.00	1,623,229,934.00	4,137,701,309.00	4,182,345,318.00
EBITDA	1,237,518,995.00	1,269,752,648.00	2,108,905,370.00	5,555,104,492.00	8,462,899,746.00
- tx (renta y patrimonio)	(122,179,470.00)	(84,113,742.00)	(103,147,971.00)	(361,065,000.00)	(1,433,800,000.00)
- var.KTNO	(74,110,436.00)	137,417,356.00	379,960,559.00	295,543,263.00	(5,705,707,518.00)
FCO	1,041,229,089.00	1,323,056,262.00	2,385,717,958.00	5,489,582,755.00	1,323,392,228.00
DESTINACION FLUJO CAJA					
	2011	2012	2013	2014	2015
FCO	1,041,229,089.00	1,323,056,262.00	2,385,717,958.00	5,489,582,755.00	1,323,392,228.00
Pago dividendos	-	-	-	(458,107,285.00)	-
Pago deudas con socios	-	-	-	(790,411.00)	-
Inversiones estratégicas	(769,259,323.00)	(2,032,544,296.28)	(3,895,285,572.00)	(16,972,169,977.00)	(1,076,970,265.00)
Atención deuda (amortiz.capital+intereses)	-60,818,795	68,119,246	242,067,226	1,180,372,024	1,710,058,782
Total Necesidades	(830,078,118.00)	(1,964,425,050.28)	(3,653,218,346.00)	(16,250,695,649.00)	633,088,517.00
FCO/Total Necesidades	125%	67%	65%	34%	-209%
Superavit (déficit)	211,150,971.00	(641,368,788.28)	(1,267,500,388.00)	(10,761,112,894.00)	1,956,480,745.00
Otras Fuentes:	758,906.00	896,756,347.97	1,968,625,610.00	11,894,049,951.00	685,527,158.00
Obligaciones financieras	0	689,802,362	1,890,685,068	11,796,479,140	210,546,367
Capitalización	-	77,916,671.00	77,917,471.00	50,051,632.00	393,451,007.00
Ventas Activos	-	-	-	-	-
Disminución caja e inversiones temporales	0	122,168,399	0	0	0
Ingresos financieros y dividendos recibidos	758,906.00	6,868,916.00	23,071.00	47,519,179.00	81,529,784.00
Otros Usos No Operacionales	211,909,877	255,387,560	701,125,222	1,132,937,057	2,642,007,903

CAPITAL DE TRABAJO	2011	2012	2013	2014	2015
Cuentas por cobrar	533,353,297	655,637,133	1,333,628,696	1,955,256,072	6,670,020,005
Inventarios netos	441,683,133	118,597,334	137,433,782	179,646,134	0
Anticipo impuestos	92,375,713	113,713,881	96,465,000	755,795,262	1,382,032,941
Capital Trabajo Operacional (KTO)	1,067,412,143	887,948,348	1,567,527,478	2,890,697,468	8,052,052,946
Costos y gastos por pagar	119,449,374	21,716,503	760,632,879	419,012,837	1,502,055,836
Proveedores	67,228,219	243,384,884	391,453,691	2,062,418,295	785,380,129
Otros pasivos corrientes operacionales	120,470,233	0	172,554,506	461,923,197	111,566,324
Cuentas por Pagar Operacionales	307,147,826	265,101,387	1,324,641,076	2,943,354,329	2,399,002,289
Capital de Trabajo Neto Operacional (KTNO)	760,264,317	622,846,961	242,886,402	-52,656,861	5,653,050,657
Capital de Trabajo Comprometido	32.73%	26.87%	5.68%	-0.39%	27.41%
Atractividad del crecimiento	1.63	2.04	8.68	(105.50)	1.50
Variación KTNO	74,110,436	-137,417,356	-379,960,559	-295,543,263	5,705,707,518
PKT	32.7%	26.9%	5.7%	-0.4%	27.4%

Anexo F Estados financieros proyectados

BALANCES GENERALES AL 31 DE DICIEMBRE (Expresados en pesos colombianos)			
ACTIVO	2016 py	2017 py	2018 py
ACTIVO CORRIENTE			
Disponible	\$ 309.717.206,15	\$ 331.443.260,49	\$ 361.175.124,98
Deudores	\$ 6.606.738.840,83	\$ 7.733.529.961,85	\$ 8.003.243.328,85
Clientes Nacionales	\$ 4.973.040.724,47	\$ 5.828.322.177,41	\$ 6.030.546.685,57
Anticipos y Avances	\$ 81.672.219,93	\$ 86.258.885,12	\$ 90.635.919,42
Depositos en Garantías	\$ 21.859.519,67	\$ 25.618.998,58	\$ 26.507.897,52
Anticipo de Impuestos	\$ 1.530.166.376,76	\$ 1.793.329.900,74	\$ 1.855.552.826,33
Deudas de Difícil Cobro	\$ 245.077.293,00	\$ 245.077.293,00	\$ 245.077.293,00
Provision de Clientes	\$ (245.077.293,00)	\$ (245.077.293,00)	\$ (245.077.293,00)
Gastos Pagados por Anticipado	\$ 36.149.343,17	\$ 32.898.072,06	\$ 29.582.882,87
Total Activo Corriente	\$ 6.952.605.390,15	\$ 8.097.871.294,40	\$ 8.394.001.336,69
ACTIVO NO CORRIENTE:			
Propiedades Planta Y Equipo	\$ 5.930.973.288,67	\$ 4.219.422.601,48	\$ 2.724.630.417,07
Cargos Diferidos	\$ 3.842.289.992,53	\$ 1.526.353.595,21	\$ 209.625.458,34
Total Activo No Corriente	\$ 9.773.263.281,20	\$ 5.745.776.196,69	\$ 2.934.255.875,40
TOTAL ACTIVO	\$ 16.725.868.671,35	\$ 13.843.647.491,09	\$ 11.328.257.212,09

BALANCES GENERALES AL 31 DE DICIEMBRE
(Expresados en pesos colombianos)

PASIVO CORRIENTE						
Credito de tesoreria	\$	2.877.014.880,58	\$	1.860.096.500,02	\$	1.682.487.728,95
Obligaciones Financieras	\$	4.268.670.503,47	\$	1.332.789.869,26	\$	579.645.570,85
Proveedores	\$	513.836.639,02	\$	553.592.490,22	\$	600.280.738,77
Cuentas Por Pagar	\$	997.447.593,40	\$	1.074.620.716,31	\$	1.165.250.845,84
Impuestos, Gravamenes Y Tasas	\$	359.240.209,11	\$	1.474.473.403,50	\$	1.216.958.966,10
Obligaciones Laborales	\$	76.906.937,01	\$	80.135.799,92	\$	82.883.984,49
Pasivos Estimados y Provisiones	\$	100.456.830,51	\$	106.098.428,70	\$	111.482.180,89
Otros Pasivos	\$	122.372.209,53	\$	129.244.562,87	\$	135.802.819,27
Total Pasivo Corriente	\$	9.315.945.802,62	\$	6.611.051.770,79	\$	5.574.792.835,17
PASIVO NO CORRIENTE						
Obligaciones Financieras Largo Plazo	\$	4.050.871.487,11	\$	2.718.081.617,85	\$	323.325.000,00
Total Pasivo No Corriente	\$	4.050.871.487,11	\$	2.718.081.617,85	\$	323.325.000,00
TOTAL PASIVO	\$	13.366.817.289,73	\$	9.329.133.388,64	\$	5.898.117.835,17
PATRIMONIO						
Capital Social	\$	226.300.000,00	\$	226.300.000,00	\$	226.300.000,00
Superavit De Capital	\$	1.468.207.181,00	\$	1.468.207.181,00	\$	1.468.207.181,00
Reservas	\$	70.677.805,00	\$	70.677.805,00	\$	70.677.805,00
Resultados del Ejercicio	\$	305.219.757,62	\$	1.155.462.720,83	\$	915.625.274,48
Resultados De Ejercicios Anteriores	\$	1.288.646.638,00	\$	1.593.866.395,62	\$	2.749.329.116,45
TOTAL PATRIMONIO	\$	3.359.051.381,62	\$	4.514.514.102,45	\$	5.430.139.376,93
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	\$	16.725.868.671,35	\$	13.843.647.491,09	\$	11.328.257.212,09

Anexo G Indicadores Financieros Proyectados

	2016 py	2017 py	2018 py
INDICADORES DE LIQUIDEZ			
Razon corriente	0,75	1,22	1,51
Prueba ácida	0,75	1,22	1,51
Capital de trabajo neto	\$ (2.363.340.412,47)	\$ 1.486.819.523,61	\$ 2.819.208.501,52
INDICADORES DE RENTABILIDAD			
Margen Bruto	17,06%	23,36%	19,64%
Margen operacional	7,83%	15,05%	11,22%
Margen Neto	1,40%	4,51%	3,45%
Rendimiento del Patrimonio	9,52%	29,35%	18,41%
Rendimiento del Activo total	1,56%	7,56%	7,27%
Indice Dupont	25,62%	83,97%	70,11%
INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO			
Nivel de endeudamiento	80%	67%	52%
Endeudamiento financiero	59%	33%	16%
Impacto de la carga financiera	3%	2%	1%
Cobertura de intereses	0,42	2,85	5,72
INDICADORES DE ACTIVIDAD			
Días CxC	83,61	83,47	83,49
Días Inventario	-	-	-
Días Costo y gastos por pagar	24,00	23,06	21,22
Días CxP Proveedores	14,25	13,57	12,30
Ciclo de efectivo	45,35	46,84	49,98
OTROS INDICADORES			
Costo ventas / ventas	0,83	0,77	0,80
Gastos Administrativos / ventas	0,06	0,06	0,06
Gastos ventas / ventas	0,03	0,03	0,03
ROA	1,8%	0,08	0,08
ROE	0,09	0,26	0,17

INDICADORES DE RIESGO FINANCIERO	2016 py	2017 py	2018 py
Cobertura (EBITDA / gastos financieros)	9,57	9,99	13,77
Deuda Financiera / EBITDA	1,62	0,67	0,38
Total deuda financiera	\$ 11.196.556.871,15	\$ 5.910.967.987,12	\$ 2.585.458.299,80

INDUCTORES DE VALOR

ANALISIS EBITDA	2016 py	2017 py	2018 py
Utilidad Operacional	\$ 1.711.692.917,26	\$ 3.855.241.133,54	\$ 2.974.321.408,85
+ Depreciación / Amortización activos	\$ 5.188.532.563,83	\$ 4.988.092.170,05	\$ 3.764.546.208,77
EBITDA	\$ 6.900.225.481,08	\$ 8.843.333.303,58	\$ 6.738.867.617,62
Crecimiento	-18,5%	28,2%	-23,8%
Margen EBITDA	31,6%	34,5%	25,4%
Ventas totales	\$ 21.859.519.668,00	\$ 25.618.998.582,00	\$ 26.507.897.519,00
Crecimiento nominal	6%	17%	3%
IPC	7%	4%	4%
Crecimiento real	-1%	13%	0%

CAPITAL DE TRABAJO	2016 py	2017 py	2018 py
Cuentas por cobrar	\$ 5.076.572.464,07	\$ 5.940.200.061,11	\$ 6.147.690.502,52
Inventarios netos	\$ -	\$ -	\$ -
Anticipo impuestos	\$ 1.530.166.376,76	\$ 1.793.329.900,74	\$ 1.855.552.826,33
Capital Trabajo Operacional (KTO)	\$ 6.606.738.840,83	\$ 7.733.529.961,85	\$ 8.003.243.328,85
Costos y gastos por pagar	\$ 997.447.593,40	\$ 1.074.620.716,31	\$ 1.165.250.845,84
Proveedores	\$ 513.836.639,02	\$ 553.592.490,22	\$ 600.280.738,77
Otros pasivos corrientes operacionales	\$ 122.372.209,53	\$ 129.244.562,87	\$ 135.802.819,27
Cuentas por Pagar Operacionales	\$ 1.633.656.441,95	\$ 1.757.457.769,40	\$ 1.901.334.403,88
Capital de Trabajo Neto Operacional (KTNO)	\$ 4.973.082.398,88	\$ 5.976.072.192,45	\$ 6.101.908.924,97
Capital de Trabajo comprometido	23%	23%	23%
Atractividad del crecimiento	1,39	1,48	1,10
Variación KTNO	\$ (679.968.258,12)	\$ 5.976.072.192,45	\$ 6.147.236.227,97
PKT	23%	23%	23%

ANALISIS FLUJO CAJA	2016 py	2017 py	2018 py
UO	\$ 1.711.692.917,26	\$ 3.855.241.133,54	\$ 2.974.321.408,85
+ D/A	\$ 5.188.532.563,83	\$ 4.988.092.170,05	\$ 3.764.546.208,77
EBITDA	\$ 6.900.225.481,08	\$ 8.843.333.303,58	\$ 6.738.867.617,62
- tx (renta y patrimonio)	\$ (359.240.209,11)	\$ (1.474.473.403,50)	\$ (1.216.958.966,10)
- var.KTNO	\$ 679.968.258,12	\$ (5.976.072.192,45)	\$ (6.147.236.227,97)
FCO	\$ 7.220.953.530,10	\$ 1.392.787.707,63	\$ (625.327.576,45)
DESTINACION FLUJO CAJA			
	2.016,00	2.017,00	2.018,00
FCO	\$ 7.220.953.530,10	\$ 1.392.787.707,63	\$ (625.327.576,45)
Pago dividendos	\$ -	\$ -	\$ -
Pago deudas con socios	\$ -	\$ -	\$ -
Inversiones estrategicas	\$ (1.060.152.446,03)	\$ (960.605.085,54)	\$ (953.025.887,48)
Atención deuda (amortiz.capital+intereses)	\$ (2.628.328.478,65)	\$ (4.185.710.599,96)	\$ (2.613.589.179,57)
Total Necesidades	\$ (3.688.480.924,68)	\$ (5.146.315.685,50)	\$ (3.566.615.067,05)
FCO/Total Necesidades	196%	27%	-18%
Superavit (déficit)	\$ 3.532.472.605,42	\$ (3.753.527.977,86)	\$ (4.191.942.643,50)
Otras Fuentes:	\$ 32.387.122,85	\$ 2,00	\$ 3,00
Obligaciones financieras	\$ -	\$ -	\$ -
Capitalizacion	\$ -	\$ -	\$ -
Ventas Activos	\$ 1,00	\$ 2,00	\$ 3,00
Disminución caja e inversiones temporales	\$ 32.387.121,85	\$ -	\$ -
Ingresos financieros y dividendos recibidos	\$ -	\$ -	\$ -
Otros Usos No Operacionales	\$ 3.564.859.728,27	\$ (3.753.527.975,86)	\$ (4.191.942.640,50)